

财经观察

中国宏观经济形势与政策研究报告
中国宏观经济形势与政策研究报告

财富预言

全国顶级分析师的投资预测

2007年10月10日出版

2007年10月10日出版

基金投资投资宝典 中国大财团运作揭秘

高盛集团首席经济学家詹姆斯·高克纳尔作序

中国基金投资 10000

中国基金投资 10000

中国基金投资 10000

中国基金投资 10000

中国基金投资 10000

中国基金投资 10000

中国基金投资 10000



目录

Content

- [第1节：《财富预言》：中国冠军分析师的投资预测\(1\)](#)
- [第2节：《财富预言》：中国冠军分析师的投资预测\(2\)](#)
- [第3节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"\(1\)](#)
- [第4节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"\(2\)](#)
- [第5节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"\(3\)](#)
- [第6节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"\(4\)](#)
- [第7节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"\(5\)](#)
- [第8节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"\(6\)](#)
- [第9节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"\(7\)](#)
- [第10节：投资策略：投资A股要走在外资前\(1\)](#)
- [第11节：投资策略：投资A股要走在外资前\(2\)](#)
- [第12节：投资策略：投资A股要走在外资前\(3\)](#)
- [第13节：投资策略：投资A股要走在外资前\(4\)](#)
- [第14节：投资策略：投资A股要走在外资前\(5\)](#)
- [第15节：投资策略：投资A股要走在外资前\(6\)](#)
- [第16节：牛市挖机会 熊市避风险\(1\)](#)
- [第17节：牛市挖机会 熊市避风险\(2\)](#)
- [第18节：牛市挖机会 熊市避风险\(3\)](#)
- [第19节：牛市挖机会 熊市避风险\(4\)](#)
- [第20节：牛市挖机会 熊市避风险\(5\)](#)
- [第21节：牛市挖机会 熊市避风险\(6\)](#)
- [第22节：金融行业：看多中国银行股\(1\)](#)
- [第23节：金融行业：看多中国银行股\(2\)](#)
- [第24节：金融行业：看多中国银行股\(3\)](#)
- [第25节：金融行业：看多中国银行股\(4\)](#)
- [第26节：金融行业：看多中国银行股\(5\)](#)
- [第27节：金融行业：看多中国银行股\(6\)](#)
- [第28节：地产行业：房地产能"更上一层楼"\(1\)](#)
- [第29节：地产行业：房地产能"更上一层楼"\(2\)](#)
- [第30节：地产行业：房地产能"更上一层楼"\(3\)](#)

- [第31节：地产行业：房地产能"更上一层楼"\(4\)](#)
- [第32节：地产行业：房地产能"更上一层楼"\(5\)](#)
- [第33节：地产行业：房地产能"更上一层楼"\(6\)](#)
- [第34节：保险行业：见底回升\(1\)](#)
- [第35节：保险行业：见底回升\(2\)](#)
- [第36节：保险行业：见底回升\(3\)](#)
- [第37节：保险行业：见底回升\(4\)](#)
- [第38节：基础设施建设："两铁"引领基建投资机会\(1\)](#)
- [第39节：基础设施建设："两铁"引领基建投资机会\(2\)](#)
- [第40节：基础设施建设："两铁"引领基建投资机会\(3\)](#)
- [第41节：基础设施建设："两铁"引领基建投资机会\(4\)](#)
- [第42节：基础设施建设："两铁"引领基建投资机会\(5\)](#)
- [第43节：基础设施建设："两铁"引领基建投资机会\(6\)](#)
- [第44节：基础设施建设："两铁"引领基建投资机会\(7\)](#)
- [第45节：电力设备：低碳经济革命\(1\)](#)
- [第46节：电力设备：低碳经济革命\(2\)](#)
- [第47节：电力设备：低碳经济革命\(3\)](#)
- [第48节：电力设备：低碳经济革命\(4\)](#)
- [第49节：电力设备：低碳经济革命\(5\)](#)
- [第50节：电力设备：低碳经济革命\(6\)](#)
- [第51节：电力设备：低碳经济革命\(7\)](#)
- [第52节：电力行业：资产重组风起云涌\(1\)](#)
- [第54节：电力行业：资产重组风起云涌\(3\)](#)
- [第55节：电力行业：资产重组风起云涌\(4\)](#)
- [第56节：电力行业：资产重组风起云涌\(5\)](#)
- [第57节：电力行业：资产重组风起云涌\(6\)](#)
- [第58节：电力行业：资产重组风起云涌\(7\)](#)
- [第59节：石油行业：瞭望行业复苏\(1\)](#)
- [第60节：石油行业：瞭望行业复苏\(2\)](#)
- [第61节：石油行业：瞭望行业复苏\(3\)](#)
- [第62节：石油行业：瞭望行业复苏\(4\)](#)
- [第63节：石油行业：瞭望行业复苏\(5\)](#)
- [第64节：石油行业：瞭望行业复苏\(6\)](#)
- [第65节：石油行业：瞭望行业复苏\(7\)](#)
- [第66节：石油行业：瞭望行业复苏\(8\)](#)
- [第67节：石油行业：瞭望行业复苏\(9\)](#)

- 第68节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(1)
- 第69节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(2)
- 第70节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(3)
- 第71节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(4)
- 第72节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(5)
- 第73节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(6)

第1节：《财富预言》：中国冠军分析师的投资预测(1)

序言

I

《财富预言》：中国冠军分析师的投资预测

作者：吉姆·奥尼尔

能够为《证券市场周刊》"水晶球奖"卖方分析师冠军得主共同撰写的证券投资指南《财富预言》作卷首语，我感到非常荣幸。首先，祝贺那些获奖的中国优秀证券分析师们。

这是我从事资本市场分析的第27个年头了。如何才能成为优秀分析师？非常难说。勤奋、有毅力、有创造性、好的运气、想象力和诚实，这些都是优秀分析师不可或缺的。如果让我来对这些优秀品质排序的话，我很难根据它们的重要性来排序。

但是我认为，最重要的，可能也是别人看来最不富激情的--诚实，是最重要的品德。有些人可能认为诚实并不是一个分析师所必须具备的、非常重要的品质，但是我则坚持我的看法。

我们生活在一个节奏很快、变化迅速的世界里，信息和知识的变化也都非常快。因此，我们对于市场的了解一定是有限的，事实上，市场对于情况的变化比绝大多数分析师掌握的要全面，当然，其中也包括新兴市场。

让我来举个例子吧。

关于中国，我们今年提出的一个重要概念就是，"中国重新挂钩"。在2006和2007年两年里，中国经济连续和发达国家脱钩。如果按照这个理论，中国和一些发展中国家，尤其"金砖四国"的其他三个国家，即使在美国经济出现减速的时候，也能够继续支撑起世界经济。

作为这一理论的信徒，我现在开始认识到：中国经济很难摆脱国际环境的影响，也难以忽略美国经济陷入衰退的影响，尤其是中国现在正处于政策紧缩之中。

问题是，中国经济和美国重新挂钩对于市场来说究竟是好事还是坏事呢？

最近我和不少业界人士说起过这个问题，我的答案都是--"我不确定"。

许多人告诉我，"你不能这么说。"但是我想，为了诚实，我必须这么回答，正直和诚实是最重要的。在我真的能够把握市场方向的时候，我想我会告诉别人。在自己都不是非常确定的时候，为什么要糊弄别人呢？

说完了诚实之后，我来谈谈勤奋和毅力的作用。

有些熟人问我，为什么你要这么卖命工作？当然，我也知道许多不错的分析师离开了之前的工作，转而加盟对冲基金，认为新的工作会更"简单"。但是，目前，他们中的绝大多数还在对冲基金中苦苦挣扎，职业生涯走了下坡路。因此，我怀疑，对冲基金工作其实并不轻松，可能比分析师还辛苦。

我们的市场竞争性非常激烈，同时市场提供的一些东西虽然看起来很有用，但可能只是花架子，所以你必须更加辛苦地工作来弄懂它。

第2节：《财富预言》：中国冠军分析师的投资预测(2)

之前，我花去了职业生涯的很大一部分时间来研究外汇市场。在我看来，这个市场非常巨大，而且富有竞争性，因此，我称之为世界上最大的"蔬菜和水果摊"。外汇成交量每天高达3万亿美元，要在这样的市场发现价值，除了辛勤工作之外，几乎没有出路。

毅力是和勤奋同样重要的品质，因为自己的观点不可能永远都是正确的。事实上，我认为正确率达到50%都非常困难。我为顶级分析师设定的标准是，其职业生涯中60%的时间应该是正确的。不用担心做错，错误总会发生，继续坚持做下去。重要的是，你应该从错误中学到些什么。

创造性，就是尝试着从常规以外考虑问题。

很多时候，我们中的许多人都在关注同样的问题。想想那些可怜的老客户，他们被迫在看一些老调重谈的观点，更不要说那些因为我们要写文章，而被砍掉拿去造纸的树，这简直就是浪费。

客户们经常根本不读我们写的任何东西，因为他们非常忙。我们自己也可以

反思一下，你会认真阅读你桌面上的每一份文件吗？

正是因为我经常念及于此，所以才觉得分析师应该有创造性。"金砖四国"，确实是我职业生涯最值得称道的发现之一，但在2001年我刚刚提出的时候，并没有梦想到它能够成为如此轰动的概念。

那个时候，我确实因为成为高盛经济研究的新带头人而受到鼓舞。当时我想，能否做出点与众不同的事情来呢？作为一个研究团队的领头人，我还希望做什么？这就是为什么我能够创造出"金砖四国"这样的概念。

千万不要用你撰写的报告有多少，发言又多么地频繁，来衡量你对机构做出的贡献。在很多时候，少而精的成果反而比求量不求质更

有意义。其中的区别，取决于你什么时候提出观点，什么时候这些观点最有意义。

在这里，我想和读者分享一个我经常在我的部门里提到的观点： $Q \times A = E$ 。

我在从事管理工作时悟出了这个观点，它具有一定的普适性，对于证券分析师和经济学家来说都适用。 Q 指的是某种观点的质量； A 则代表可接受性，或者可以说是，这个观点是否具有卖出价值；而它们的乘积 E ，则是这种观点的有效性。假想一下，某个观点 Q 值为10，非常有质量，但是却难以被市场接受， A 只有0，那么其有效性当然也是0。

我认识的许多分析师都非常聪明，但是他们却在其职业生涯中难获成功。有些时候，这可能是因为他们陈述的信息过于复杂，或者他们的观点很难恰当地传导给客户。

其实，只要想想你自己希望如何获取信息，就知道应该怎么做。

我想，如果分析师能够完美地具备上述品德，那么，他们对于客户就是有价值的，客户当然乐于为他们获得的信息付费。

文章的最后，我再次恭喜那些获得《证券市场周刊》"水晶球奖"卖方分析师奖项的中国同行，他们撰写的《财富预言》不仅是当下同行中最权威的投资预，亦是广大股民不容错过的持股指南。

第3节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月(1)

第一篇 宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"

展望未来，我们判断中国经济将进入两年左右的蜜月期--

增长无忧、流动性无忧、通胀无忧。具体来说，中国经济将延续V形复苏势头，2009年GDP增长8.3%，2010年GDP增长8.5%。

--申银万国首席宏观经济分析师：李慧勇

从2008年8月份开始，各国纷纷出台扩张性的货币政策和财政政策来应对金融危机，刺激经济增长，规模空前，但从实际效果看，中国的效果最为明显。

这表现在中国PMI（采购经理指数）率先触底回升，连续3个月保持在50以上，其他主要国家仍在50以下；工业生产稳步恢复，其他国家仍在底部徘徊；曾经遭受重创的房地产市场迅速回暖，其他国家仍然低迷；固定资产投资增长率创2004年上半年来新高。

从2008年11月份以来我们就一直对中国经济持乐观判断。2009年初，我们更是率先提出了经济V形回升的观点。从上半年实际情况看，方向跟我们预期的一致，但复苏力度比我们预期的还要强。

这些超预期现象背后的原因是什么，是否具备持续性，是经济复苏势头能否延续的关键。

通过与美国等国比较，我们发现中国本身的独特优势是中国经济率先复苏的关键。这体现在较高的储蓄率、高效的货币政策传导机制、地方政府既有的投资冲动等方面。

我们认为，中国经济将进入两年左右的蜜月期--增长无忧、流动性无忧、通胀无忧。在政策方面，中国宏观政策将从救急转向养生。

高储蓄奠基

从全球来看，中国的政策效果最为明显，这首先和中国的高储蓄有关。正因为高储蓄，中国经济战胜危机才有了物质基础，宽松的财政政策和货币政策才有了用武之地。

中国高储蓄既表现在总量上，也表现在结构上。从总量上看，中国储蓄率明显高于其他国家。根据初步核算数据，2008年中国总储蓄率高达51.5%，而美国只有12.1%，前者是后者的4倍多。

从部门来看，中国政府部门储蓄率为10%左右，而美国是-5%；中国企业和个人储蓄率为40%左右，而美国只有16%。

这就意味着，中国资金不是问题，政策很容易激发潜在需求，而美国政府及其私人部门资金积累有限，家庭部门过度负债，政策效果会非常受限。

正因为如此，才使得2009年以来房地产市场和企业投资的表现非常抢眼。房地产具有利率敏感型的大宗消费品的性质，这决定了其消费对经济的拉动将呈脉冲式波动。

第4节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月(2)

而目前房地产市场启动主要跟两个因素有关：

一是城乡居民储蓄增长。正是城乡居民储蓄增长率迅速回落，引起了房地产销售额从2007年四季度开始下降，也正是其恢复，带动了目前房地产销售增长。

二是接近历史低点的利率水平，这大大降低了居民月供负担。若考虑到贷款大多能享受到15%~20%的利率优惠，实际利率则更低。

企业投资增长也可从储蓄和利率两方面分析。也就是说，企业在繁荣时期积累的留存利润和当前的低利率的结合推动了企业投资的增长，这和房地产市场的启动也非常类似。

宽货币力挺

中国经济的迅速回暖，货币政策传导也功不可没。通过中美对比，中国货币政策传导效果表现尤其明显。

与2008年8月相比，2009年5月中国基础货币增长率回落20多个百分点，美国则增加了112%；但中国信贷和M2增长率分别加快了16%和10%，而美国M2增长率只增加了3.2%。

中国贷款投放和增长率不断超预期原因主要有三：

一是国内银行等金融机构受次贷危机冲击相对较小。

二是与10年前相比，银行信贷能力明显增强，存贷比就比10年前降了30%。

三是窗口指导强化了货币政策的效果。中国政府与上市银行仍然有着千丝万缕的联系，这缩短了货币政策传导时滞。

地方强动力

中国经济能率先复苏，和地方政府既有的投资冲动有关。

2008年11月，中央提出保增长的政策之后，地方政府的投资热情再次得到释放，各地纷纷把投资作为保增长的重要突破口，把招商引

资作为2009年的工作重点。使得政府投资和国有企业投资都出现了大幅增长。

此外，政府投资也带动了民间投资增长，对此，市场有诸多争议。但从以下两方面看，却是不争的事实。

一是私人投资领域的一般工业投资增速加快。

二是2009年以来，民间投资增速加快的趋势非常明显。1~5月份民间投资增长33.7%，增速比1~2月份提高了7.5个百分点。受此影响，1~5月份民间投资占固定资产投资的比重提高到48.6%，比1~2月份提高了3.7个百分点。

民间投资启动速度超出预期，据我们调研，原因主要有三：

一是需求和供给结构不对称，带动了投资增长。许多行业，从全国来看，确实过剩，但此前供给结构主要是面向外需，分布在东部沿海，而这次投资主要在中西部，这些地方需求增加相应带动了投资增加。

二是生存和发展需要。需求增速放慢使得企业竞争更加激烈，这种生存压力使得企业不得不主动增加投资，提高竞争力。

第5节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"(3)

三是投资有利可图。上面提到，尽管企业投资回报率下降，但贷款利率为代表的资金成本也在下降，这使得相当多的行业仍有利可图。

未来政策应"养生"

从以上分析看，积极的财政政策和适度宽松的货币政策是推动中国经济复苏的重要条件。由于经济复苏基础仍不牢固，在经济步入全面复苏阶段之前，我们认为，宽松的宏观政策将不会改变。

从利率角度看，目前低利率是民间投资和房地产启动，进而推动经济复苏的重要政策工具。因此，我们认为，在经济全面复苏，物价大幅上涨之前低利率状况不会改变。

1998~1999年保增长时期，低利率政策维持了5年，一直到2004年10月CPI连续6个月涨幅超过4%，这种状况才改变。这次经济调整期短于10年前，利率在底部的时间相应也会缩短。但基于我们对经济增长和物价的判断，这次低利率至少维持两年。

目前经济复苏更多的依赖于投资带动。由于投资终究会形成供给，因此靠投资来保增长不是长久之计。只有建立投资和最终需求的匹配机制，才能够形成经济增长的良性循环。因此，国家将把扩大国内外市场作为下一阶段的工作重点。具体措施：

其一是通过进一步鼓励出口来稳定外需。除上调出口退税率等措施外，国家还将更多地通过鼓励企业开拓新兴市场来扩大出口，分散出口过于集中于发达国家的风险。

其二是通过扩大国内消费来消化过剩产能。从家电下乡、取消汽车购置税等政策效果看，农村和城市的市场空间很大，国家将出台更多政策来促进消费增长。

从当前经济复苏方式来看仍然是旧生产方式的复辟，照此演绎下去，两年后必将遇到资源瓶颈、通货膨胀、环境污染、地区差距拉大

等两年前的老问题。

为此，我们预计，新能源和节能减排的投入将明显加大；要素和环境保护价格改革的进程将明显加快；国家将出台更多更具特色的政策，加快城市群建设，培养新的增长极。具体有以下几点：

一是继续加大"三农"投入。

二是加快资源和环境方面的价格改革。国家发展和改革委员会已经制定了规划，把电、煤、天然气、水、资源税、排污费作为2009年改革的重点，预计，下半年将有更多相关改革措施出台。

三是加大新能源和节能减排投入。中国科学院6月10日发布了面向2050年的科技发展路线图。在今后的10~20年，很有可能发生一场以绿色、智能和可持续为特征的新科技革命和产业革命，中国将建设包括可持续能源与资源体系、先进材料与智能绿色制造体系等在内的八大战略体系。

四是加快城市群建设，培养新的区域增长极。经济增长的不均衡性造成地区经济差距，这不但存在于东、中、西部三大地区之间，也存在于地区内部甚至是一个省份内部。为了推动地区经济的协调发展，预计国家将出台更多更具特色的区域振兴规划，通过城市群的建设，来培养新的区域增长极。

第6节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月(4)

据悉，国家正在酝酿，有望出台的区域振兴规划包括京津冀经济区、丹江口库区及上游地区经济区、辽宁沿海经济带、黄河三角洲高效生态经济区，值得进一步关注。

两年"蜜月"期

展望未来，我们判断中国经济将进入两年左右的蜜月期--增长无忧、流动性无忧、通胀无忧。

增长无忧

在积极的财政政策、适度宽松的货币政策不变的背景下，我们预计，中国经济将延续V形复苏势头。以支出法为基础，考虑生产的情况，我们预计2009年GDP（国内生产总值）将增长8.3%，2010年GDP将增长8.5%。

在流动性总体宽裕的情况下，投资仍将是保增长的主要途径。房地产销售提前恢复，使得房地产和中国经济正向循环提前启动，为亟待拯救的中国经济增添了政府投资之外的驱动力。

我们在1月份的《2009年中国经济10大预测》报告中预测，2009年四个季度经济增长率差不多会按照6%、7%、8%和9%的百分比上行。目前看来，下半年经济增长率存在超出预期的可能。

对于下半年经济增长率的回升，有观点认为，主要是2008年比较低基数的影响。我们并不否认这种看法，但从经过季节调整后的季度GDP环比增长率的情况看，第三、第四季度GDP环比回升迹象也很明显。

由于政府投资增长率回落，政府投资对经济增长的带动效应将下降，市场将再次成为决定经济增长水平的核心力量，中国经济将呈现房地产和出口双轮驱动的特征。

首先，房地产将继续充当2010年经济增长的动力。我们预期，居民储蓄和低利率这两个因素在2010年年底之前不会有根本性改变，房

地产将继续充当经济增长的驱动力。

其次，出口将充当2010年经济增长的新动力。伴随着金融机构资产负债平衡的初步完成，货币政策传导机制将逐渐畅通，从而带动美、欧、日等发达国家经济的复苏，进而带动中国出口的复苏，为中国经济提供一个新的动力。

流动性无忧

对于流动性，最重要的指标是M1（狭义货币，流通中的现金与存款）和利率。从两个方面看，未来都有可能保持相对宽松的格局。

目前市场对M1的担心主要集中在贷款增速难以继续保持这么快的增长。确实，贷款增速回落对M1为代表的流动性不利，但出于以下两方面考虑，货币供给情况总体仍将宽松，甚至宽松程度可能超预期。

一是在需求上升和物价回升的推动下，企业销售收入有望迅速增长，企业活期存款有望上升，推动M1回升，1999～2000年贷款增长稳定，企业销售收入增长推动M1增长的情况很有可能再次出现。

第7节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月(5)

二是由于中国利率、投资回报率要明显高于主要发达国家，很有可能在中国和西方发达国家之间形成新的套利交易。这将导致中国的外汇占款和基础货币大量增加，也可能使得热钱流入造成的货币宽松局面再现。

关于流动性的第二个担心是，贷款投放减少会不会对投资，进而给经济带来不利影响。由于贷款是固定资产投资资金的一个重要来源，贷款增速下降肯定会对固定资产投资增长产生不利影响。但就2009年下半年来看，这种影响并不会很大。

一是从贷款结构看，2009年以来贷款增长率迭创新高，但一般贷款（中长期贷款和短期贷款）增速并未创新高，贷款增速创新高主要和前几个月票据融资大幅增加有关。下半年贷款增速回落，主要是跟票据融资回落有关，考虑到相当多的票据融资或短期贷款可能转为收益更高的中长期贷款，中长期贷款增速回落幅度并不会很大，固定资产投资所受影响也会比较有限。

二是从贷款投放和贷款使用看，全年贷款投放和贷款的使用基本一致。但从上、下半年情况看，上半年贷款投放并没有完全使用，尚有大量结余（1~4月份结余约1.4万亿元），这些结余将在下半年使用，这也将抵消贷款投放规模减少对固定资产投资带来的不利影响。

通胀无忧

在流动性泛滥和需求回升推动下，物价上涨将是大概率事件。目前市场担心中国会发生滞胀和恶性的通胀，但实际情况表明，二者出现的可能性都不大。未来两年，中国物价更有可能是温和地上涨。

物价上涨既可能是由需求增加引起的，也可能是供给减少导致的，从而形成了经济增长和物价的两种组合，前者属于经济增长推动的正常物价回升，而后者则形成滞胀。

从滞胀形成机理看，目前出现滞胀的可能性很小。

首先，大宗商品价格上涨并不是供给中断导致的，主要是因为需求增加。以**CRB**（商品研究局）代表的大宗商品价格走势和以**OECD**（经济合作与发展组织）领先指标代表的实际经济走势总体一致，这表明尽管大宗商品价格上涨有美元贬值等货币因素干扰，但基础性原因仍然是经济复苏及其预期。

其次，从工资和物价关系看，目前并不存在普遍盯住通胀工资制度，这也阻断了形成通胀和工资上涨恶性循环的基础。

再次，中国劳动力供给充裕，总体上用工制度较为灵活，企业可以根据需求情况灵活调整，这也避免了形成滞胀的可能。

最后，从经济复苏和货币供给增加看，物价回升具有必然性，但两年之内发生恶性通胀的可能性不大，更有可能是呈现温和回升的格局。原因如下：

第8节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月(6)

其一，经济增长底部回升，但仍低于潜在增长率，总体上存在负的产出缺口。据我们预测，2009年经济增长率为8.3%，2010年经济增长率为8.5%，经济是底部回升，但增长率仍然低于潜在经济增长率（10%），产出缺口仍然为负，在这种情况下，物价很难出现大幅度上涨。

其二，从货币供给角度看，货币供给增加并不必然意味着物价回升，更关键的是看货币存在形式。假如是以准货币（譬如定期存款）形式存在，货币供给增加再多对物价的影响也是有限的。只有当大量货币以现金或活期存款等交易性货币形式存在时，物价才会面临较大的上涨压力。

从目前情况看，由于经济逐渐复苏，活期存款占企业存款比重上升，但仍明显低于2007~2008年出现通胀时的水平；M1增长率迅速回升，但仍低于M2（广义货币，M1与储蓄存款）增长率，M1和M2增长率的"剪刀差"仍然为负并且仍处于近年来最低水平。在这种局面没有改变之前，物价很难出现大幅上涨。

综上所述，我们认为，伴随着经济复苏，物价更可能是呈现温和回升格局。我们预计，2009年CPI和PPI涨幅分别为-1%和-5.5%，2010年CPI和PPI涨幅分别为2%和3%。就年内来看，CPI和PPI将呈现U形走势，CPI从三季度，PPI从四季度将开始明显回升。

利多经济和投资

经济扩张初期温和的通货膨胀对经济和股市都非常有利。

首先，看对经济的影响，温和的通货膨胀有利于经济复苏和改善企业赢利。从中国工业企业利润和GDP、PPI的关系看，经济扩张初期工业企业利润增长率和PPI走势基本一致，只有经济过热时期，工业企业利润增长率和PPI走势呈现相反的走势，这我们的定性判断基本一致。

我们预计，GDP从二季度开始工业企业利润增长率也将呈现V形回升，四季度将恢复正增长，2010年将保持15%左右的正增长。

其次，看对股市投资回报的影响，温和通胀时期，股市的投资回报明显高于通货紧缩和恶性通货膨胀时期。按照通胀程度不同，通胀周期可以分为通缩、通缩缓解、温和通胀、恶性通胀、通胀缓解五个阶段。

不同时期股票投资回报率情况对比表明，温和通胀时期股票投资回报率明显高于通缩和恶性通胀时期。由此看来，未来两年，也有望成为获得较高的股票投资回报的好时期。

分析师简介

李慧勇：申银万国证券研究所首席宏观分析师。上海财经大学毕业，2000年加入申银万国证券研究所，具有8年的宏观经济研究经验。在各报刊发表报告百余篇，担任多家知名媒体特邀评论员。2008年获《证券市场周刊》宏观经济最佳分析师第二名，代表性研究报告：《迎接通货膨胀时代的到来》（2007.4）；《要素价格和收入分配改革下的中国经济》（2007.11）；《走在向下周期的边缘》（2008.3）；《从政策性增长到内生式复苏》（2009.3）。

第9节：宏观经济：中国经济将度两年"蜜月"(7)

机构点评

如今，中国经济复苏的趋势已经越来越明显。在这一复苏进程中，申银万国首席宏观经济学家李慧勇先生是先知先觉的，关于这一点，他在2008年3月《走在向下周期的边缘》和2009年3月《从政策性增长到内生式复苏》的报告中对于本轮经济周期运行的内在逻辑的部分做出了很好的诠释。这也足见他力挫中国宏观经济分析师的群雄，一举夺得《证券市场周刊》2008年"水晶球奖"宏观经济最佳分析师的深厚功力。

报告首先从中国积极财政政策和货币政策的卓越效果着手，抽丝剥茧，来寻找到本轮中国经济之所以在全球各国中鹤立鸡群、独树一帜V形复苏的三大动因：高储蓄率、高效的货币政策传导机制和地方政府既有的投资冲动。

中国经济2009年增长的驱动在于政府投资和房地产推动，而2010年将会转为房地产和出口。根据李慧勇的测算，2009年GDP将增长8.3%，2010年将增长8.5%。但中国经济当前的增长中存在一些结构性的问题，需要加大"三农"投入、推进资源价格改革和投入，并加快城市群建设，也就是中国宏观经济政策应该从过去半年多的"急救"转为"养生"。

具有8年宏观经济研究经验，同时也是报纸、杂志、电视、广播等多家知名媒体特邀评论员的李慧勇还告慰市场，目前的充裕流动性能够持续，恶性通胀也不会到来，更可能是温和通胀，在他看来，中国经济将进入两年左右的"蜜月"期--增长无忧、流动性无忧、通胀无忧。这一乐观预期，对处在迷雾中的投资者来说，无疑是注入了一剂清新的兴奋剂。

第10节：投资策略：投资A股要走在外资前(1)

第二篇 投资策略：投资A股要走在外资前

"海外资本流入"以及"政策调整预期"是影响A股市场的两个关键词。由此，我们将中国A股投资策略主题锁定在：走在海外资本之前。

--申银万国高级策略分析师：袁宜

2008年11月以来，有两股力量一直驱动着A股市场不断攀升：对宏观经济的预期持续向好以及流动性状况的持续宽松。前者主要是基于财政货币政策的强有力刺激，后者依赖于大量信贷扩张的支撑。

在流动性方面，我们认为，全球流动性在2009年第三季度不会出现拐点，海外资本将继续增配中国，这样国内股市将借助海外资本流入来对冲资金压力，直至外汇政策调整的来临。

在基本面预期方面，我们认为，目前的宏观基本面数据以及自上而下赢利预测仍有上调空间，然而到了三季度后期，基本面继续改善的预期将减弱，"保增长"政策发生转向的预期可能升温。

由此，我们对下半年A股市场运行趋势的判断是：冲高回落，先充分释放乐观预期，后面临调整压力，而政策转向将成为其转折点。我们预测，下半年沪深300指数的核心波动区间为3350～2450点，对应上证综指的核心波动区间为3150～2300点。

所以，"海外资本流入"以及"政策调整预期"是影响下半年A股市场的两个关键词。由此，我们的投资主题是：走在海外资本之前。

我们建议，投资者在第三季度资源品和投资品类上市公司利润改善预期兑现时，卖出以兑现投资收益；提前配置海外资本可能追逐的品种：银行、房地产、A-H折价的公司（如保险）；战略性配置政策转向预期的受益者：消费品（食品饮料、商业贸易、生物医药）、新能源。

海外资本流入对冲A股资金压力

具体来说，信贷、M1增速在2009年6月创出年内高点，下半年将略有回落；CPI同比增速将于年底前恢复正增长，预示着过度宽松的货币政策将被调整；2009年一季度发行的1.6万亿元大量票据将在第三季度集中到期；实体经济稳步复苏将吸引资金回流；再融资筹资预案累计已超过1600亿元；IPO（首次公开募股）重启短期看对市场存量资金的分流影响不大，但中长期看对市场的影响不可忽视；社会资金入市热情不高。

因此，静态来看，下半年A股市场需要寻找新的资金来源。恰好，随着全球避险情绪降温，投资者对高风险资产的偏好回升，资金开始重返股市、大宗商品市场。特别是对全球股市而言，2009年年初以来展开了一轮估值修复的行情，其中，新兴市场表现略优于发达市场。

从香港银行体系的结算额来看，海外资本正在涌入香港，香港股市大幅走高，而且H股指数明显跑赢恒指，表明投资者更为看好中国内地经济的复苏前景。

目前已有迹象显示，海外资本已小幅流入中国内地，这将助推中国国内的流动性，有望对冲A股市场的资金压力。那么，未来海外资本是否会加快流入中国内地的步伐？这取决于全球流动性是否会在近期遭遇拐点，以及海外资本继续增配中国的兴趣。

2009年年底以前，任何回收流动性的警告都将停留在口头，全球流动性仍将保持宽松格局。

在这一背景下，海外资本将更加青睐受美国经济拖累相对不明显的市场。而中国投资火热，房地产、汽车等内需消费旺盛，俨然一派内需拉动型的经济复苏景象，这将有助于吸引海外资本更多的关注。人民币对美元汇率将在年底前后重启升值之路，这也有助于吸引海外资金的持续流入。

海外资本的持续流入，将改善中国国内的流动性环境，在一定程度上对冲第三季度A股市场所面临的资金压力，并有可能催生部分领

域的资产泡沫。但随着海外资本流入量的增加，预计到三季度末、四季度初，外汇局调控跨境资本流动的预期可能升温，届时A股市场的资金压力或将显现。

从近期来看，海外资本流入有望对A股资金压力给予对冲，从而维持隐含股权成本的稳定。截至2009年6月12日，A股市场隐含股权成本位于历史均值水平，隐含股权风险溢价略高于均值水平。

第11节：投资策略：投资A股要走在外资前(2)

在这种情况下，赢利预测上调将成为支撑A股市场进一步走高的主要动力。从中期来看，随着强化外汇管理的预期升温，股市资金压力终将显现，由此隐含股权成本可能被推高。

验证复苏预期，迎接政策转变

2009年以来，投资者对于中国宏观经济的预期不断改善，这给企业赢利预测上调带来了希望。

我们基于公司债市场信用利差发现，该利差在2008年11月升至最高，此后回落，目前已降至2008年中期之前，反映投资者对中国宏观经济前景的预期在不断改善，并已经恢复到金融海啸之前的水平。

投资者对中国宏观经济预期改善，起因于政府4万亿元投资计划激励，强化于超预期的宏观指标回升刺激。2009年5月，国内固定资产投资同比增速已经上升到38.67%，工业增加值同比增速反弹到8.9%，经济指标的超预期，正在不断推升市场对于中国经济前景的判断，于是，申银万国宏观组在2009年3月初和6月初两次大幅上调对关键指标的预测。

那么，预期是否还有上调空间？答案是肯定的。尽管申银万国2009年27.1%的固定资产投资增速预测已经在卖方中领先，但与1~5月累计实现的32.9%、5月单月超过38%的实际公布数据相比，投资预期上调还不够充分。投资预测进一步上调，将带动其他宏观指标相应调升，这意味着自上而下的赢利预测还有上调空间。

那么，市场预期是否过于乐观了？这需要通过实际公布的数据来进行检验。第三季度陆续公布的宏观数据，将验证我们对经济的乐观预期是否可靠。

从当前宏观经济走势中不难发现，投资高增长是支撑2009年中国经济复苏的关键因素。然而，在出口低迷、产能过剩的背景下，投资继续保持高增长，是否合乎常理呢？

为此，我们把投资分解为四个组成部分：房地产投资、一般制造业投资、基础设施投资和其他（服务业）投资。可以发现，有三股力量支撑着2009年投资的高增长。

其一是政府力量。中央政府4万亿元投资计划，以及地方政府的配套项目，有力地拉动了基础设施投资和其他（如民生工程）投资。2009年1~5月，这两类投资的增速分别为37.6%和40.4%，显著高于过去10年平均的14.3%和21.0%。我们预计，这两类投资在下半年仍将保持高增长。

其二是市场力量。2009年以来，在经济复苏预期下，低利率以及适度回调的房价刺激了被压抑的购买力暴发，房地产销售持续火爆，这已经带动了房地产投资从年初接近于零的增长水平开始回升。我们预计，下半年房地产投资增速有望继续加快，尽管仍会显著低于过去10年的平均水平。

第12节：投资策略：投资A股要走在外资前(3)

其三是竞争力量。中国制造业普遍存在产能过剩情况，在总需求还未强劲恢复之前，制造业是否还会继续投资？调研发现，当前，不少制造业企业仍有投资冲动，主要是在上马一些效率更高、成本更低的项目，希望借此提升运营效率，扩大市场份额。

综上分析，我们认为，向好的经济预期在第三季度兑现的概率较大。但是，我们还是有必要分析其他情景假设下可能出现的四种状况：

情景1. 第三季度宏观数据继续验证我们对经济复苏的预期，同时微观指标也有改善，与宏观指标的匹配性增强；

情景2. 第三季度宏观数据继续验证我们对经济复苏的预期，但微观指标与宏观指标间的匹配性依然不强；

情景3. 第三季度宏观数据好得超过预期；

情景4. 第三季度的宏观数据不及预期。

在前两种情形下，“调结构”政策将走到前台；在后两种情形下，市场将重新评估“保增长”政策的实际效果。到了三季度的后期，再进一步上调基本面预期的空间都不大。届时，支撑A股市场上扬的一大动力将面临休整。

从A股公司整体毛利率水平来看，我们预计这一指标在2009年第二季度会有个较大幅度的改善，然而到下半年将维持高位，持续改善的动力不足。经验显示，上市公司毛利率与股指之间存在较强的正相关性。鉴于毛利率在2009年下半年持续改善的空间不足，来自上市公司赢利的能力的提升对股指形成的正面推动力也将递减。

先释放乐观预期，后面临调整压力

随着股指攀升，已解禁的未售存量部分是否会加速抛售？这确实值得担忧，已解禁存量加速减持的可能性仍然存在。

另一方面，以流通市值换手率来表征投资者情绪，我们发现5月中旬以来，该指标有所回落，这是否应该引起我们的警觉呢？

如果我们回顾过去10年中的三次牛市（1999年"5·19"、2001年冲击2245点、2007年冲击6124点），以及一次大级别熊市反弹（2003～2004年），不难发现，其间都曾出现过换手率下降，但股指继续攀升的情况。当然，这通常也意味着上扬行情进入了中后期。

为了对市场情绪进行更好的判断，我们使用换手率、M1增速、储蓄资金变动等指标构造出风险偏好指标。历史经验显示，该风险偏好指标与股指呈正相关关系。目前，该指标处于均值附近，并与2004年初和2006年初的水平相当。在经济向好预期还未被完全透支以前，风险偏好指标还具有一定的上行空间。

此外，我们还试图构造股票指数的先行指标--股票晴雨表，具体包括经济指标、金融指标、资产指标等10个指标。历史经验显示，当股票晴雨表打分高于50时，A股市场通常处于强势上行态势；而低于50时，A股市场通常处于弱势回调态势。当前高于50的分水岭，且仍处在上升趋势中，这预示着A股的强势特征仍可维系。

第13节：投资策略：投资A股要走在外资前(4)

根据股票晴雨表，在基本面改善预期还未遭遇政策转向之前，在热钱支撑的流动性环境还未遭遇政策干预之前，A股市场有望向乐观情景假设指示的位置前行。

但2009年第三季度后期，随着政策预期改变，基本面改善预期将弱化，流动性环境将趋紧，A股市场将向中性情景假设以下的位置寻求支撑。回顾过去10年4次大幅上扬行情，今后6个月平均波动幅度接近27%。

这样，如果我们把从乐观假设指示的点位向下预留5%的位置作为核心波动区间的上限，预计下半年沪深300指数的核心波动区间为3350～2450点，对应上证综指的核心波动区间为3150～2300点。

走在海外资本之前

基于以上分析，我们认为，影响投资的主导因素将经历以下切换：全球经济的复苏预期+国际资本活跃；海外资本大举流入中国；国内政策转向的预期升温。

近期，全球经济复苏预期有力推高了大宗商品的价格，中国PPIRM（工业企业原料燃料动力购进价格指数）即将见底回升。由于PPIRM涨跌与国内资源开采类企业的利润存在正相关性，我们预计，上游企业利润将出现增长。

我们认为，未来美国经济复苏预期将因其巨额赤字而被削弱，因而大宗商品价格面临冲高筑顶风险，这意味着资源类企业并不具备持续获利改善空间。我们建议，在上升途中兑现资源股的投资收益。

而中国经济复苏预期主要来自投资高增长的拉动。投资品生产企业将受益于销量的增加，实现利润的回升。

但根据我们预计，到三季度后期，基本面进一步改善预期将逐渐弱化，同时，PPI回升可能赶不上PPIRM回升速度，导致中游制造业利润空间将会受到挤压。我们建议，在第三季度回避中游制造业（包括

投资品生产企业），除非该行业接近满产，由此具备成本转嫁能力，如输变电设备制造，新能源设备制造（如核电），乘用车制造等。

经验表明，海外资本流入与国内房地产价格上扬同步。因此，沿海大城市房价趋势看好，拥有大量土地储备的房地产企业的业绩预期也将提升。海外资本看好中国经济发展，将配置与经济表现一致的银行股，建议国内投资者提前参与，享受日后的溢价。

就银行业而言，申万宏观组认为，未来两年中国经济V形回升，银行不良资产将得到有效控制，在2011年地方政府换届前不会大规模暴露。因此，2009～2010年银行业上市公司信贷成本有望进一步被调低，带动赢利预测大幅上调。就房地产业而言，海外资本推动国内房价，有助于房地产上市公司业绩预测的提升。

由于海外资本可以同时A股和H股市场配置资产，因此在看好中国经济的前提下，海外资本将在A股市场上选择有A-H折价公司或A-H溢价不高的公司进行配置。这些公司集中在保险、钢铁、银行、建筑行业。

第14节：投资策略：投资A股要走在外资前(5)

当保增长目标有望实现之际，政策重心将转向中国经济发展的深层次问题--结构失衡--尤其是投资率过高、消费率过低。因此，刺激消费政策有望在未来成为政策核心，包括完善社会保障，减少消费限制等，因此消费品板块需要顺势配置。此外，在基本面改善预期降温、流动性环境趋紧的情形下，消费品的防御性将受到投资者青睐。

此外，中国经济对外需的依赖度过高。"调结构"政策可能对那些出口依存度高，且当前产出缺口大的行业给予扶持，我们发现这类行业以消费品制造业为主。而且，这些行业出口退税率已经达到或接近17%的上限，已无太大操作空间。因此，刺激国内需求，引导供给转向内需的结构性调整政策将成为首选。

中国经济还对矿物能源依赖度过高，碳排放量过大。因此，"调结构"政策将刺激新能源行业（低碳经济）振兴。我们认为，在2009年年底哥本哈根会议以前，新能源行业将得到持续的政策推动。如果股市进入调整阶段，新能源板块有望再度成为亮点。

如果政策转向预期带来股市调整，哪些行业能得到产业资本支持？我们比较了投资实业的期望收益率（期望ROE）和投资股票期望收益率（隐含COE）。如果后者大于前者，该行业产业资本减持股票的动力较弱，增持动力较强。不难发现，符合上述条件的主要还是消费品行业。

如果政策转向预期带来股市的预期，哪些行业能得到估值层面的支撑？我们将各行业目前的PE（市盈率）和PB（平均市净率）水平与其历史平均的PE和PB进行对比，如果当前的估值水平与历史平均值减去一倍标准差后的水平更为接近，那么我们认为该行业当前的估值水平相对较低。我们发现仍然是以消费品为主。

综上所述，我们在第三季度前期建议重点关注的行业是：银行、房地产、保险；到第三季度后期，建议将关注的重心转向：食品饮

料、商业贸易、生物医药、新能源行业。

2009年下半年，首推的公司有招商银行、建设银行、万科A、中国平安、贵州茅台、银座股份、国药股份、恒瑞医药、东软集团、荣信股份。

分析师简介

袁宜：男，1978年4月生。华东师范大学经济学学士、硕士、博士。2007年加入申银万国证券研究所，历任经济学家、高级经济学家、高级策略分析师。在《世界经济》等国内一流学术期刊发表论文十余篇。曾获2008年度水晶球奖宏观团队第二名，2008年度新财富最佳分析师宏观团队第三名。

2009年4月22日A股大跌，次日发布报告《我们依然乐观》；5月4日的报告《期待2800》，提出两个月内沪指将突破2800点；6月10日股指突破2800点，次日发布报告《趋势还未改变》；6月24日的年中报告《走在海外资本之前》，提出海外资本已经并将继续增配中国，A股市场在下半年或将冲高回落。

第15节：投资策略：投资A股要走在外资前(6)

机构点评

过去10年里，中国A股表现总是出人意料，准确预测股市点位是神仙干的事，申银万国证券研究所策略分析师袁宜先生却敢于接受这样的挑战。这充分表明了获得《证券市场周刊》2008年"水晶球奖"最佳策略分析师的袁宜深入的洞察力和非凡的想象。

关于下半年A股趋势，袁宜先生从宏观经济趋势和资金流动性这两大中国A股行情核心因素入手，来透视下半年A股市场的运行趋势，认为"海外资本流入"以及"政策调整预期"是影响下半年A股市场的两个关键词，得出预计下半年沪深300指数的核心波动区间为3350～2450点，对应上证综指的核心波动区间为3150～2300点。

袁宜还建议，投资者在第三季度资源品和投资品类上市公司利润改善预期兑现时，卖出以兑现投资收益；提前配置海外资本可能追逐的品种：银行、房地产、A-H折价的公司（如保险）；战略性配置政策转向预期的受益者：消费品（食品饮料、商业贸易、生物医药）、新能源。

本报告行文思路清晰，逻辑严密，具有国际视野，同时袁宜能自己构建方法来研究问题，易被市场投资者接受。

第16节：牛市挖机会 熊市避风险(1)

第三篇 牛市挖机会 熊市避风险

采用调整后的量化策略构建分行情阶段覆盖全行业的数量组合，收益明显提高。2001年1月~2009年4月，新的优质低估组合累计收益263%，比原组合的209%提高54个百分点，跑赢申万300指数211个百分点。

--申银万国首席分析师提云涛、袁英杰

量化投资策略的成功需要根据实际问题不断进行修正。实际的跟踪模拟发现，前期的两个量化投资策略存在行情阶段影响组合表现、有时调出股票表现好于调入股票、行业覆盖不全等问题。

对此，我们进行研究分析，并根据研究结果对量化投资策略进行修改和完善。

我们用利润利息比及均线把市场划分成熊市高估、熊市低估、牛市高估、牛市低估四个阶段，该指标在熊市高估、牛市低估阶段的预测准确率达到70%。

另外，用PB选择金融业股票构建量化组合可以大幅跑赢金融行业平均水平。

整体来看，采用调整后的量化策略构建分行情阶段的覆盖全行业的数量组合，新组合收益明显提高。2001年1月~2009年4月，新的优质低估组合累计收益263%，比原组合的209%提高54个百分点，跑赢申万300指数的211%。

现有策略表现良好

低估偏离组合选股逻辑是从"好"公司中选择"低估"的公司，然后选择股价向下偏离的股票。

具体组合构建方法是：先选择赢利（ROE等）、综合运营质地（权益比率等）、增长率综合评分较高的公司做初选池；然后用综合

估值指标从初选池中选出低估值股票；再基于反转策略用Bias构建低估值偏离组合。

比较而言，优质低估组合选股逻辑是从"优质公司"中选择低估公司，并限制行业规模。

具体组合构建方法是：选择谈判能力(应收应付等)、资产收入质量(收入现金率等)、管理能力（资产周转率等）、赢利能力（ROA等）综合评分较高的优质公司股票作为初选池；以PB为估值指标、兼顾行业平衡，选择低估的优质公司股票构建优质低估组合。

基于上述策略，我们构建了量化组合，其模拟表现良好。2009年1~5月，低估偏离组合累计收益91.16%，累计超额收益39.24%；优质低估组合累计收益79.06%，累计超额收益27.24%。

两个组合beta均大于1，这是此期间组合超额收益的主要来源。另外，两个组合具有正的周alpha。如果股指期货推出以后，我们可以基于这两个量化策略，构建获得绝对收益的对冲策略。

既有策略三问题

虽然量化组合总体表现良好，但如果进一步全面深入地考察量化组合的历史表现，仍存在以下三大问题。

一是不同行情阶段量化组合表现有差别。根据计算月度市场涨跌，分别统计量化组合在市场上涨和下跌时的表现。低估偏离组合和优质低估组合在市场上涨月份的平均超额收益（前者为1.40%，后者为0.95%）明显高于在市场下跌月份的平均超额收益（对应的前者为0.16%，对应的后者为0.43%），这说明量化投资策略在不同的市场阶段有效性不一样。

因此，如果能够预测未来市场涨跌，那么我们可以对量化投资策略进行调整，进而提高量化组合的表现。

二是部分月份调出股票表现好于调入股票。根据模型规则，两个量化组合每月需要进行调整，统计每月两个组合调入、调出股票调整

后一个月的表现，我们发现，有些月份调出股票表现要远好于调入股票。

比如，在2009年3月，低估偏离组合调出股票收益为31%，而调入股票收益为16%；优质低估组合调出股票收益为26%，而调入股票收益为20%。也就是说如果这些月份不调整组合，收益会更高。因此，需要进一步提高组合调整效率。

三是量化投资策略没有覆盖金融服务行业。两个量化投资策略的共同之处在于根据股票财务指标进行第一步筛选，由于金融企业的特殊性，其财务指标与其他行业企业明显不同，初始股票池中并没有覆盖金融业。

因此，在市场某些阶段，金融业大幅跑赢市场时，两个量化组合表现会比较差，比如2006年12月，金融业上涨36.06%，而申万300指数只上涨18.74%。另外，金融业流通市值占比很大，基金不配置是不现实的。因此，需要采取量化方法选择金融业股票，并纳入到量化组合中。

第17节：牛市挖机会 熊市避风险(2)

三大修正思路

基于上述问题，我们从三个方面对现有量化投资策略进行修正：

一是划分市场行情阶段，根据不同市场环境调整模型策略；

二是统计调入股票和调出股票在不同市场阶段的表现特征，修正组合调整规则；

三是构建金融业股票的量化选择模型，形成覆盖全行业的量化模型。

我们用三个指标来衡量股权投资收益水平：**DP**（股息率）（表示股权投资的直接现金收益率）、**1/PE**（表示股权投资的当期（净）利润收益率）、平均**ROE/PB**（表示股权投资的长期利润收益率）；用7年期国债收益率衡量债权投资收益水平（2000年时缺少剩余期限为10年期的国债）。

定义股权债权投资相对收益比，等于股权投资收益水平与债权投资收益水平的比值。股权投资收益水平分别取三种指标，对应的股权债权投资相对收益比分别被称作股息利息比、利润利息比1和利润利息比2。

利润利息比2的高低可以衡量股票市场是被高估还是被低估。当该比例大于1时，表明用公司赢利计量的股票投资回报高于债券投资回报。如果公司稳定维持这一赢利水平，股票投资收益就高于债券投资收益，也就是股票比债券更有价值。如果这时股票市场持续上涨，则后市上涨的可能大于下跌的可能。

反之，当该比例小于1，即用公司赢利计量的股票投资回报低于债券投资回报时，债券比股票更有投资价值。因此，可以认为当比值处于较高水平时，市场未来会上涨；当比值处于较低水平时，市场未来会下跌。

由于A股市场股票的分红率较低，股息利息比基本上小于1，从逻辑上不适合划分市场阶段。利润利息比1波动比较小，划分不明显，而且只使用最近赢利来计量公司利润衡量的长期价值。在2005年之前，市场可能会被划分到一个阶段内，不便于进行分析研究。

相反，利润利息比2波动较大，能比较清楚地划分出2005年之前的市场阶段，而且结合权益资产长期平均赢利与权益资产的市场价格来计量公司的长期赢利，从长期的角度来衡量股票与债券的相对收益，能剔除短期波动的影响。

市场划分的部分阶段有效

年线是投资中的一个重要参考指标，市场突破年线后，市场运行趋势往往会延续一段时间，因此，可以选择用年线（240日）衡量牛、熊市。

用利润利息比2的大小和是否高于年线确定未来市场所处阶段。也就是说，高估：利润利息比2小于1；低估：利润利息比2大于1。牛市：高于240日均线；熊市：低于240日均线。

综合两个指标，就可以把市场划分成牛市高估、牛市低估、熊市高估和熊市低估四个阶段。对2001年1月～2009年5月的市场按月划分，结果表明，市场处于熊市低估阶段时间比较长，这和市场从2002～2005年长期处于熊市有关，其他三个阶段时间长度相差不多。

第18节：牛市挖机会 熊市避风险(3)

在熊市高估阶段，21个月中有14个月市场下跌，时间占比66.67%，市场平均月跌幅也达到-3.86%；在牛市低估阶段，18个月中有14个月市场上涨，时间占比77.78%，市场平均月涨幅达4.91%。这说明，市场划分对熊市高估和牛市低估阶段的预测准确率比较高。

牛市挖机会，熊市避风险

在不同的市场环境下，行情表现不同，投资者心理不同，那么就应该采取不同的投资策略。在牛市低估阶段，行情处于上涨初期，投资情绪开始提高，股票开始稳步上涨，此时应该寻找明显被低估、未来赢利稳定的股票。

在牛市高估阶段，行情处于上涨的后期，投资情绪高涨，上涨较少的股票开始补涨，此时应该寻找相对估值比较低或者以预期赢利增长看相对低估的股票。

在熊市高估阶段，行情处于下跌的初期，投资情绪开始下降，下跌股票越来越多，此时应该回避预期赢利大幅下降的股票。

在熊市低估阶段，行情处于下跌的后期，投资情绪低落，高价股票继续下跌，此时应该回避价格相对较高的股票。

根据划分方法确定市场所处阶段后，可以考察不同阶段偏离幅度、估值、基本面因子对股价的影响，然后根据统计分析结果对模型策略进行修正，进而能够提高量化策略组合的表现。

超跌反弹策略长期有效

我们发现，基本面因子在熊市高估阶段作用明显。在不同市场阶段下，考察低估偏离组合和优质低估组合的各类基本面驱动因子对股票价格的作用。用股票涨幅对各类因子的综合得分进行回归。统计结果表明，在熊市高估阶段，各类因子的综合得分均与股价涨跌呈显著负相关，就是说在市场下跌阶段，基本面越好的股票，未来股票表现越抗跌。

总体来看，"优质"且被低估的股票超跌后会反弹，在熊市高估中尤其显著。在不同市场阶段下，分别用低估偏离组合和优质公司的股价涨幅对估值、动量因子的排名得分进行回归。整体上，股票涨跌与估值和Bias的排名得分成反比，即估值和Bias越低，股票表现越好。

因此，我们考虑把Bias指标纳入到组合选股指标体系中。每月对优质公司的PB和Bias从低到高分别进行排名，序号作为它们的得分，把PB和Bias的得分加总得到综合得分，然后对优质公司再从低到高进行排名分成6组，选取第1组，最后把超过行业规模限制的股票名额分配给其他行业PB和Bias综合得分排名靠前的股票，这样构建新的优质低估组合。

结果发现，优质公司组合表现在四个市场阶段均得到提高，其中在熊市低估阶段，相对改善幅度最高。

组合调整效率与惯性和反转

第19节：牛市挖机会 熊市避风险(4)

虽然股票跌到或涨到一定程度会反转，但也可能继续保持惯性。在惯性作用下，调出组合的股票会维持超额收益，调入组合的股票会继续下跌。采用事件研究方法，分别计算数量组合调入股票和调出股票的买入累计超额收益（BHAR）。计算时，以调整日为事件日，分别向前和向后计算60个交易日，考察股票表现。

按照量化组合选股规则，从2001年开始建立低估偏离策略的模拟组合和优质低估策略的模拟组合，并按照调整规则逐月调整，记录调入股票和调出股票，再分别计算调整前后的买入持有超额收益BHAR。

对低估偏离组合，调出股票在调出的买入持有超额收益小于0，涨幅要小于市场；而调入股票的买入持有超额收益则大于0，涨幅要超过市场。总体上，调整是有效的。

调入股票在调整前跑输市场，特别是在调整前30个交易日开始到进入组合时更明显跑输市场。调出股票则相反，在调出前20个交易日到调出组合时明显跑赢市场。基本上，调入股票和调出股票都有比较明显的反转表现。

对优质低估组合，调出股票在调出后虽然小幅跑赢市场，但跑赢幅度要小于新调入组合的股票。调入股票在调整前的60个交易日基本跑输市场，调出股票在被调出组合前明显跑赢市场。调入股票总体上有明显的反转表现。

分市场阶段考察两大组合

把市场分为熊市高估、牛市高估、牛市低估、熊市低估四个行情阶段，考察低估偏离组合调入股票和调出股票调整前后在不同市场阶段的表现。

对于调入股票，在牛市高估和熊市低估阶段具有反转特征，计入组合前明显跑输市场，计入组合后明显跑赢市场；在熊市高估和牛市

低估中，调入组合的股票超额收益不明显，基本与市场同步。

对于调出股票，在熊市高估和牛市低估中跑输市场，在牛市高估和熊市低估中基本与市场同步。也就是说，调入股票平均来看基本都是调入前跑输市场，调入后跑赢市场，有明显的反转表现。调出股票在调出后超额收益基本都不明显。

考察低估偏离组合的调整效率。判断下月是牛市高估、熊市低估时，调入股票的平均涨幅要明显高于调出组合的股票涨幅。判断下月是牛市低估时，调入股票相对于调出股票的相对优势不明显。因此，考虑交易成本后，除牛市低估阶段不调整外，其他市场阶段最好都按组合规则调整。

同样基于上述方法分行情阶段，考察优质低估组合调入股票和调出股票调整前后在不同市场阶段的表现。对于调入股票，在牛市高估、熊市高估和熊市低估阶段调入组合后，跑赢市场，在牛市低估阶段，调入组合后基本和市场涨幅相等。

第20节：牛市挖机会 熊市避风险(5)

在调入组合前，调入股票平均跑输市场。对调出组合股票，除牛市高估时调出组合继续有超额收益外，其他三个市场阶段都跑输市场，在调出组合的前20个交易日都明显跑赢市场。

金融业量化选股模型

金融业是沪深股市占比最高的行业。企业资产质量直接决定了企业赢利能力。从竞争来看，在业务同质性的特征下，相同行业的金融企业，特别是商业银行，在传统业务占主导地位的状况下，资产就是赢利的保障，贷款质量越高，赢利能力越强。

而在统一监管政策下，同一类金融企业的会计政策基本相同，资产质量具有非常强的可比性。对于同质性、学习能力非常强的企业，从长期看，赢利能力比较低的企业或许可以通过学习提高竞争力，提高赢利能力。

选择金融股时，可以从基本面选择，还有就是从估值方面选择，即选择低估的金融股作为量化组合的金融业股票。

用PB作为选股指标，筛选金融股。从2001年开始，以月为调整周期，每月初选择上月末PB最低的5只股票，构建金融量化选股组合。

从实际效果看，金融行业的量化组合大幅超越金融业指数。从累计收益看，量化选股明显跑赢金融业指数。可见，用PB指标选择低估值的股票构成的组合长期可以跑赢市场。

下半年牛市量化策略

兼顾Bias后可以提高收益，增加金融行业股票可以避免行业配置偏离过大的风险，因此需要调整原有的量化模型。

一是选择非金融股票时，对低估偏离组合，在"牛市低估"阶段不调整；对优质低估组合，选出优质公司后，再按照PB、Bias由低到高综合排名选择股票构建组合。二是用PB作为选股指标，选择金融类股

票，并按照金融股流通市值占比配置金融类股票，按非金融流通市值占比配置非金融类股票。

模拟2001年1月~2009年5月修订后组合表现，并与原有组合比较，可以发现，新修订的量化组合收益明显优于原来的量化组合。

综合来看，2009年下半年仍然应该采用牛市量化组合策略。

从相对估值看，按6月30日价格，经过平滑计算的平均ROE为11.4%，7年期国债的到期收益率为2.82%，利润利息比为1.19，仍然高于1，股票资产仍然相对低估。

从资金面来看，6月底计算的资金市值比（自由流通市值/市场资金存量）仍然在5以下，资金相对充裕。新股发行虽然可能分流市场资金，但短期分流有限。根据历史经验，新股大量发行三四个月后，才会对市场资金带来压力。

从宏观经济来看，在政府投资和房地产的带动下，国内经济增长呈V形回升态势；积极的货币政策又在短期为市场提供了充裕的流动性；企业赢利逐渐走出低谷。

第21节：牛市挖机会 熊市避风险(6)

分析师简介

提云涛：男，复旦大学博士，上海申银万国证券研究所金融工程部总监、首席分析师，1998年开始从事金融工程研究。复旦大学统计学学士、数量经济学硕士、金融学博士。2007年、2008年《证券市场周刊》最佳分析师；2009年重点报告《从景气估值到轮动配置--行业量化资产配置研究》、《量化胜出、随市场调整更佳--2009年下半年量化投资分析》。

袁英杰：申银万国分析师。

机构点评

衍生品创造了全球的辉煌，这次却将全球推入了痛苦的深渊。申银万国证券研究所衍生品部负责人、首席数量分析师提云涛首先发现自己构建的原有两个量化投资策略存在一些问题。对此，提云涛对量化投资策略进行了修改和完善。

具体表现在，用利润利息比及均线把市场划分成熊市高估、熊市低估、牛市高估、牛市低估四个阶段；用PB选择金融业股票构建量化组合可以大幅跑赢金融行业平均水平。最终，覆盖全行业的新数量组合收益明显提高。

其中原因在于，EPS与股价比值计量的股权投资利润收益率相对于债券投资收益的高低可以衡量股票是被高估还是被低估。而且金融业公司具有经营与经济周期紧密相关、业务同质性强、在统一监管下会计政策基本一致等特点，所以PB是比较有效的横向比较指标。优质公司经营稳健，将来赢利能力强，当某些特殊原因使得价格下跌较大低于其价值时，从概率上看会向价值回归。

所以，提云涛得出结论，量化投资者策略要随市场进行调整。这将让我们在量化投资的道路上走得更远。

第22节：金融行业：看多中国银行股(1)

第四篇 金融行业：看多中国银行股

下半年银行股投资应关注以下三种思路：一是融资概念股，如招行、兴业、民生、浦发和深发展；二是利润对收益率反弹或信贷成本下降弹性较大，如华夏、招行、中信、民生；三是受益于区域复苏，如招行、深发展，受益于区域经济刺激，如兴业、南京。

--国金证券金融行业首席分析师：李伟奇、张英、陈建刚

中国商业银行的独特性与太多宏观和市场因素密切相关，因而，2009年下半年的银行股投资逻辑也显得复杂，但我们认为，应始终把握三大核心因素：银行的基本面趋势以及超预期的可能？估值水平是否过度反映了对基本面的预期？流动性环境是否在短期内会改变？

通过上述分析，我们认为，下半年将出现超预期收益率反弹。同时，经济复苏预期向乐观方面发展也提升了银行股的投资价值。

于是，我们在6月月报中已经将2009/2010年上市银行整体净利润增速由原来的4.0%/5.2%上调至6.6%/15.4%。由此认为，目前PE估值仍属合理，同时PE估值相对于大盘的折价仍然低于历史中枢，存在进一步提升空间，所以我们维持银行业的"增持"评级。

不过，相比上半年清晰的选股逻辑，下半年选股更为艰难。整体上，在经济复苏预期下应该更注重成长性，因此我们偏好增长潜力大的股份制银行与城商行。

于是，我们建议关注以下三种思路：

一是融资概念股，如招行、兴业、民生、浦发和深发展；

二是利润对收益率反弹或者信贷成本下降弹性较大，如华夏、招行、中信、民生；

三是受益于区域复苏或者区域经济刺激，受益于区域复苏如招行、深发展，受益于区域经济刺激如兴业、南京。

基本面向好

首先是银行的基本面趋势以及超预期的可能？我们认为，中国上市银行基本面逐渐向好：目前资金利率启稳，在2009年第二季度该行业的息差见底，在第三季度净利息收入环比上升压力更小。

但资产质量使得2010年银行股业绩能见度较低，市场预期悲观。这不仅体现在2010年业绩增长假设上，也体现在银行估值折价上。但我们认为，2010年的资产质量预期可能得到修正。其原因在于不良率预期存在修正机会，覆盖率提供平滑空间。

事实上，对银行的不信任以及估值折价很多是基于这一点，银行在此轮经济调整中受损较小是由于大量逆周期放贷延迟了其资产质量压力暴露。

但上述判断似乎也忽视了一些正面因素：

第一，在垄断保护下，经过几年经济良好时期的高速发展，银行积累了丰厚的"家底"，具备了很强的平滑作用；

第二，在过去几年贷款需求高于信贷供给过程中，银行很好地调整了自身客户结构和贷款行业结构。

而且，上市银行出于对2009年的悲观预期，信贷成本大幅提升到1.26%，覆盖率提升到134%（股份制银行普遍达到150%）。高拨备覆盖率成为未来平滑信贷成本的资本。

毫无疑问，银行的大量贷款存在长期风险，但短期内难以暴露。2009年1~5月近6万亿元的新增贷款多以政府贷款为主，金融危机成就了地方融资盛宴，大量贷款投放是建立在4~5年后经济复苏，财政收入增长基础之上。即使经济复苏和财政收入不如预期，但短期内只要财政付息有保证，政府项目坏账风险就难以很快暴露。

我们由此认为，2009年银行信贷增长可能超预期。事实上，上半年放贷奠定了全年业绩基础：2009年1~5月新增贷款已达到5.96万亿元。假设剩余7个月的月新增贷款约3000亿元，则全年新增贷款将超过

8万亿元，同比增速达到25.14%；如果上市银行新增贷款与整体成比例，则全年上市银行全年贷款增速将达到30%。

我们看到，上半年大部分贷款都流向了中央以及政府项目（如铁公基、开发区、地方融资平台），2009年政府项目资金和贷款占投资比重大幅上升。据部分银行反映，上半年很多企业贷款目前仍然以存款形式存在银行，下半年可能有实际投资需求，因此，不排除下半年投资增速仍然超预期的可能。

第23节：金融行业：看多中国银行股(2)

那么，2010年信贷增长呢？我们认为，2010年贷款增速可能明显回落，但由于政府长周期项目对贷款需求的粘性，而且政府保增长的决心异常坚决（要么出口好转、要么刺激房地产），因此，2010年贷款增速仍然能达到15%左右的历史平均水平。

于是，我们认为，息差已经击穿历史低点，并将出现反弹。

首先是票据占比下降改善息差。在1、2月新增贷款中39%、47%是票据，4、5月份降到19%、10%。国有银行/股份制银行的票据占比已经由2008年10月底的5%/6%提高到10%/15%。假设，1年期贷款利率5.31%，票据收益率1.6%，票据占比下降1%对国有银行/股份制银行的息差提升为1.83BP/2.16BP。

需要指出的是，下半年随着票据逐渐到期，票据新增占比预计会大幅下降（甚至为负）。目前金融机构中票据占比10.1%，假设后面每月新增贷款3000亿元，票据占比不能超过300亿元，票据占比才会开始下降。

目前来看，债券利率与拆借利率已在历史低位企稳。我们判断，未来存在向上的可能性，原因有二：

一是银行间流动性充裕环境有所改善，从第一季度数据来看，银行超额准备金率已经下降；

二是国债和地方债及短期票据的发行将进一步改善银行资金使用压力。

估值可提升

上面我们探讨了银行基本面，那么目前银行估值水平能否接受呢？

关于银行估值，我们认为，在行业趋势向下、市场悲观时，PB估值在"寻底"过程中更为有效；但在行业趋势向好、赢利增长预期提升时，PE估值在"找顶"过程中可能更为有效。

目前银行股估值在16倍PE左右，相对于2009/2010年6.6%/15.4%的业绩增长预期，似乎存在折价。那么，相对于大盘的折价在什么水平合理？

分析银行股2002年以来相对于沪深A股流通指数的折价，一个有意思的现象就是：虽然银行的PB/PE相对于沪深A股流通指数折价的趋势一致，但其绝对水平却在悄然发生变化。

在2007年1月之前，银行股相对于沪深A股流通指数的PB一直是溢价的，基本上在1.15~1.50之间波动；但2007年之后，相对PB持续下滑，直到在0.85左右稳定下来，形成新的中枢。

相比之下，沪深A股流通指数的PE比价更为稳定，除了2006年税改这个制度性因素带来的大幅偏离外，整体上2002~2008年10月之前的中枢稳定在0.70~0.85之间。

PE折价稳定而PB折价下降，背后原因是中行、工行等大市值公司在2006年相继上市，其资本充足率较高，杠杆较低，导致行业ROE中枢相对下降。资本充足率提高，杠杆下降，银行风险降低，应该享有更高PE才对，但由于A股市场偏好"小市值"股票，"大市值"往往享受估值折价，大行上市后行业的"大市值"特点加剧，因此行业享受了"大市值"折价。

第24节：金融行业：看多中国银行股(3)

紧缩预期年底

当然，银行股的估值与流动性环境密切相关，这在短期内是否会改变呢？我们认为，短期流动性基础转变存在压力：

对于国内，出口与房地产是目前解救经济复苏的两翼，出口取决于海外经济恢复与消费增长，房地产成了必然选择，而流动性是稳定房地产价格、提高房地产投资的基础。因此，短期内流动真正改变的基础尚不具备。

对于美国，美国经济复苏刚开始，虽然在去库存化和退税带动的消费刺激下，美国初现恢复状况，但主要投资、消费信贷等关键指标尚未看到。美国经济以居民消费为核心的"去杠杆化"长期趋势和储蓄率的持续攀升导致美国经济复苏的基础脆弱，在新增增长点显现之前，美联储难以有实质收缩流动性。

由于全球央行大量注入流动性，通胀预期成了影响流动性收缩进程的因素。温和的通胀预期推动市场"再通胀"过程，从而有助于经济复苏。在中美经济复苏预期下，大宗商品价格上涨，又进一步推动了市场的通胀预期升温。市场所隐含的未来5~10年的通胀预期已经恢复到雷曼破产前的较高水平。

但是，通胀预期很大程度上由美元贬值预期决定。考虑到产能过剩与需求疲软，PPI理论上较难向CPI传导。但通胀预期可以影响消费者与投资者行为，从而对真正通胀产生正向作用。总体上，通胀预期在十几年以来一直较为稳定，包括2008年大宗商品价格的大幅上扬对5~10年期的通胀预期也没有产生太高推动作用，因此，要通胀预期大幅上升也不是件容易的事情。

国金宏观组初步认为，流动性紧缩的预期可能在2009年年底才发生。从美国看，2008年初开始创立的各种短期流动性机制将在2009年

年底自动结束，美联储将不会延长这些机制，这些可视为收紧的第一步。

收益率超预期

我们认为，当前流动性水平需要维持，利率政策就会不变，在此情况下，银行收益率将会出现反弹，从而提升息差水平。

但收益率能否提升取决于银行资金面与通胀预期，只有它们改变，才能使市场对债券趋势预期产生变化，才能带动集体性需求减弱，从而带动债券收益率上升。

关于通胀预期，进入第四季度末，CPI有转为正值的可能。但通常债券市场会提前反应，因此存在通胀预期上升推动债券收益率上行的可能。

关于银行间资金宽裕程度，我们认为，整体上，下半年银行体系流动性依然是较为充裕的状况，因此收益率上升存在一定的障碍，如同上半年，经济复苏以及通胀预期提升也没有带来收益率的提升。

综合而言，短期内流动性依然充裕，供给冲击没有显现，因此收益率确实难以显著改善。但进入第四季度，由于债券市场对"CPI由负转正"以及"回收流动性"预期的提前反应，收益率可能出现上升。

第25节：金融行业：看多中国银行股(4)

需要指出的是，收益率陡峭化与息差没有明显联系，这与国外金融机构明显不同。其原因在于：一是中国银行资产负债结构中，贷存款占据绝对的比重，银行净息差变化更多依赖存贷差的变化；二是中国贷存款利率均属于管制政策，银行息差改变更多地依赖于利率政策改变；而国外利率管制多集中在存款利率而贷款利率是市场化的。

不过，在利率政策稳定背景之下，银行贷款结构与贷款需求的变化也将带来银行存贷差的改变。目前新增贷款中，中长期贷款占比处于48%左右的历史低位，而票据贴现贷款占比处于30%左右的历史高位，新增贷款结构改善的空间较大。

银行在弱周期中

银行赢利水平和经济复苏进程密切相关。目前看来，经济复苏进入由"政策刺激效应"向"需求复苏"过渡的阶段，我们试图猜测银行处于周期的什么位置？遗憾的是，缺乏可参考的历史阶段。

直观的感受是：2008年第四季度是GDP环比增速最低的见底阶段，银行资产不良率也最高，银行资产不良见顶与GDP见底同时；2009年以来，上市银行甚至表现出不良余额下降的特点。

我们也曾认为，银行资产不良率是具有滞后性的。但现在我们认为，有一种可能性在加大：由于大量逆周期信贷投放，本轮经济调整带来的资产质量小周期可能已经过去，而这轮逆周期贷款投放带来的资产质量大周期压力可能是几年之后下一轮经济周期中的事情了。

那么，在"政策刺激效应"向"需求复苏"过渡阶段，复苏预期取决于对下述判断的博弈：

一是美元贬值与大宗商品价格上涨能否持续；

二是政府对通胀预期和资产价格泡沫的容忍度有多大；

三是依靠房地产投资刺激，中国能否不依靠出口恢复就能实现经济复苏；

四是美国经济的房地产或者消费能否超预期的恢复。

我们认为，往预期的乐观方向发展的可能性存在，因为我们相信政府以"时间换空间"来保增长的决心，以及中国个人、企业、政府的资产负债表带来的潜力。另外，有别于传统的"强周期性"认识，银行在这轮经济调整中确实显示出了较强的"弱周期性"或者说"平滑周期"的特点。

投资三策略

就融资概念股而言，我们把有融资需求的银行股作为我们的推荐品种，理由有四：

一是目前低利率环境下进行融资，有利于在下一个利率上升周期获得超额收益；

二是核心资本的补充是规模扩张的前提，虽然有投资者会质疑规模扩张是否能带来ROE的提高，但我们的理解是，未来3年，依然是中小型银行扩充网点把规模提升到安全线（2万亿元）的黄金时期；

第26节：金融行业：看多中国银行股(5)

三是规模的扩大不仅仅有利于中小型银行提高行业地位，更有利于提高其抗风险能力，提高长期赢利能力；

四是非A股的公开增发有利于国内投资者。

根据我们对上市银行资本充足率的测算及其未来经营计划，我们推荐的融资概念股包括：招行、兴业、民生、浦发和深发展。

从核心资本充足率来看，补充核心资本需求较为急迫的民生银行、浦发银行、深发展银行，在2009年已陆续公布了自己的融资方案。值得注意的是，从核心资本额来看，兴业银行2008年底的核心资本总额低于民生银行，规模与民生银行一致，但核心资本充足率高于民生银行。主要原因是兴业银行的生息资产中风险权重低的债券、个人按揭贷款占比较高。

就利润弹性来看，首先要看对短期收益率的弹性。目前，利率敏感性资产净敞口最高的银行是华夏银行、招商银行、中信银行、民生银行等。如果资产结构保持不变，这些银行对短期收益率提升的弹性最大。

其中，华夏银行、民生银行主要是因为同业资产占生息资产比重高，而招商银行、中信银行是因为票据占生息资产比重高（两者在2009年第一季度新增大量票据贴现）。传统上，兴业同业资产、同业负债占比较高，但其中同业存放等占比较高。当然招商银行、中信银行上半年的票据新增量较大，如果下半年这些票据到期后不再持续，它们的资产结构会发生较大变化。

其次，还要看利润对信贷成本的弹性。衡量信贷成本弹性最简单的指标是拨备/拨备前利润。一般息差较低或者贷款占生息资产比重较高的银行，对信贷的敏感度会更高。

我们按照上市银行2009/2010年假设的拨备/拨备前利润比例看，信贷成本弹性较大的是华夏银行、招商银行、中信银行、民生银行。

2010年华夏银行的信贷成本下降10%，则其净利润将提高8.7%。

就区域经济发展与贷款区域集中度来看，中国经济区域性差异较大，经济调整或复苏中对不同区域经济的影响不同。

相对来说，股份制银行在东部沿海以及经济发达地区的贷款集中度较高，而国有银行在中西部的贷款集中度较高。上半年在低增长经济区域贷款集中度最高的是招商银行、深发展银行。

从区域振兴以及区域经济发展特点来讲，我们认为兴业将受益于海西建设、南京银行将受益于江苏地区经济差异以及江苏沿江经济刺激。

分析师简介

李伟奇：男，华东师范大学硕士，2001~2005年就职金信证券研究所，2005年加入国金证券研究所，现为国金证券研究所金融行业首席分析师。被业内评为2005年金融行业最佳分析师、2007年银行业最佳分析师。获《证券市场周刊》2007年、2008年"水晶球奖"银行业最佳分析师第一名。

第27节：金融行业：看多中国银行股(6)

张英：女，硕士，国金证券分析师，从业2年。

陈建刚：国金证券分析师。

机构点评

本轮全球危机横扫国际银行巨头，市场正对天量信贷投放下的中国银行业资产质量迷惑不解之时，连续两次摘得《证券市场周刊》"水晶球奖"银行业最佳分析师第一名的李伟奇先行率领国金证券银行业分析团队另辟蹊径，提出了2009年下半年银行股投资应始终把握三大核心因素：银行基本面趋势以及超预期的可能？估值水平是否过度反映了对基本面的预期？流动性环境是否会在短期内改变？

遵循上市思路和分析框架，分析团队从宏观环境到微观机构，从政府意图到市场动态深入分析，最终认为，下半年将出现超预期收益率反弹。同时，经济复苏预期向乐观方面发展也提升了银行股的投资价值。

鉴于在经济复苏预期下应该更注重金融机构的成长性。所以，分析团队对增长潜力大的股份制银行与城商行表现出了强烈的偏好。

基于上述分析，分析团队进一步得出三种投资操作思路：

一是融资概念股，如招行、兴业、民生、浦发和深发展；

二是利润对收益率反弹或者信贷成本下降弹性较大，如华夏、招行、中信、民生；

三是受益于区域复苏或者区域经济刺激，受益于区域复苏如招行、深发展，受益于区域经济刺激如兴业、南京。

国金证券银行业分析团队的结论至此，投资者自己已经可以据此检验了。在你准备检验之前，李伟奇已经被市场检验长达8年之久了。

第28节：地产行业：房地产能"更上一层楼"(1)

第五篇 地产行业：房地产能"更上一层楼"

只要货币不紧，房价难跌，地产股行情就不断。目前房价上涨处于理性的第一阶段，未来还将上涨。由此更看好核心城市、高端和核心地段房产，并认为房地产投资也将复苏。

--国泰君安房地产行业高级分析师：孙建平

根据我们在《房价定乾坤》报告首创的行业前景三段论，目前行业正从成交量复苏走向房价复苏阶段，对应地产股投资逻辑是从成交量驱动股价走向房价驱动股价。

多国历史表明，宽松的货币政策和充裕的超额货币是房地产泡沫的温床。而且中国内地房地产市场是M1增速超过M2增速时的有效投资渠道，资金吸纳能力强；而且内地房价在上涨期显著跑赢通胀水平。

当然，楼市资金新生力量和房价新推手是否会和2008年初到2009年初比例不断提高的居民储蓄定期存款的活化有关？关于这一点，我们可以关注通胀和资产泡沫预期。

一个简单的方式是从宏观看行业，其结论更为清晰，宽松货币政策驱动通胀和房价泡沫预期，无论经济前景是复苏还是滞胀，未来一段时间内房价将呈上涨趋势。

总体上看，我们认为，只要货币不紧，房价难跌，地产股行情就不断。货币政策松紧程度将直接决定房价上涨速度和地产股收益空间。可能导致货币政策紧缩的是经济复苏确立并走向景气、通胀恶化和房价泡沫进入半理性半狂热状态。

就目前情况来看，行业处于房价上涨的理性的第一阶段，房价泡沫化过程将经历理性、半理性、半狂热、狂热四个阶段。我们初步判断，2009年全国房价同比上涨5%~10%。

在房价普涨的前提下，我们更看好核心城市、高端和核心地段房产，对应的是富人阶层和中产阶级可能不断增长的保值增值防通胀置业需求。而且，销售回笼的自有资金和信贷、房价和销量复苏将驱动房地产投资复苏。我们预计，2009年房地产开发投资同比增速有望增加到13%~18%。

基于上述分析，我们继续维持行业增持评级，建议继续超配。具体表现在以下几个方面：

从待结算项目储备规模、可售面积和地价成本高低选择房价上涨受益股，重点推荐新潮中宝、金融街、保利地产、华发股份、中国宝安、万科和金地集团。

从每万股待结算权益建面和每万元市值待结算权益建面相对规模选股，重点推荐苏宁环球、深长城、深振业、香江控股和荣盛发展。

从看好的高端和核心地段房产选股，别墅代表者是华侨城、中粮集团；高端住宅代表者是滨江集团、华发股份；核心地段代表者是金融街、新潮中宝、建发股份和浙江广厦。

大股东资产注入组合中粮地产、张江高科、城投控股、建发股份、广宇发展、阳光股份，以及招商地产、渝开发、上实发展和中华企业。

在地产+X模式下的通胀受益品种是：X代表能矿的新潮中宝、万业企业，代表新能源的中国宝安和中炬高新。

房价定乾坤

2008年12月3日，我们推出《房价定乾坤》，首创了房地产行业前景三段论的分析框架，即房地产行业景气回升将经历多重博弈下的房价下降阶段、成交量回升代表的行业复苏阶段和房价上涨代表的开发商财报改善阶段。

我们可以确定的是，房地产行业在经历了房价下降后，在信贷和政策刺激下很快进入了成交量复苏阶段，并且已经向房价复苏（上涨）的第三阶段过渡。

成交量景气持续

首先，从最具行业代表性的内地10个重点城市成交总量看，2008年9月成交量进入谷底后开始反弹，12月冲高回落，恢复到2008年5月全年最好的数据。

2009年1月从低位开始冲刺，形势比人强，到4月已达到2007年7月的行业最高峰，5月创下1287万平方米新高。2007年10个城市实现1.07亿平方米一手住宅销量，2008年全年销售6500万平方米，2009年1~5月累计实现4300万平方米销量。

第29节：地产行业：房地产能"更上一层楼"(2)

从全行业看，4~5月或者说3~5月高峰期销量整体上难以持续，但北京、广州、惠州、武汉和厦门等城市销量将可持续。假设2009年全年销量与2007年持平，根据1~5月已销量反推6~12月平均销量，再与其比较，结论是1~5月平均销量可持续。

立足全国，从2009年1~5月商品住宅大约实现2.2亿平方米销售看，月均销售4416万平方米；2007年月均销售5759万平方米，2008年月均销售4657万平方米。若2009年全年销量超过2008年，则6~12月平均需销4829万平方米，相比1~5月已售量增长9%。

由此可大致推算，2009年1~5月全国商品住宅销售速度也是可持续的。如果考虑下面展开分析的宽松货币政策，结论将更可信。支持成交量景气趋势持续的因素还有：宽松的货币政策和超额货币、通胀预期、经济复苏前景。

房地产泡沫温床

成熟市场经济国家的历史告诉我们，宽松货币政策必然导致的超额货币是资产价格泡沫的温床。

其机理大致是：大量的超额流动性流入房地产，通胀预期不断升温，看似无限的货币争夺非常有限的房地产资源，房地产因为稀缺、定价相对容易、投资门槛较低、实物有形、有一定现金流入（出租）而备受投资者推崇，投资者希望快速获取高额回报，或希望通过把资产和财富固定在土地上而保值增值。这个过程也是房价不断被泡沫化的过程。

在资产泡沫的过程中，无所谓理性与狂热，愚蠢与聪明，每个投资者的选择似乎都是合理的，都被通胀预期和资产泡沫牵着鼻子走，因为每个投资者都不希望财富蒸发。

根据美国、日本、英国和中国香港的超额货币与房地产价格的关系，我们得出如下结论：

一是超额货币领先于房价表现：先有大量流动性，后有房价快速上涨；

二是超额货币与房价表现保持高度一致；

三是美国和中国香港因为推行宽松的货币政策，超额货币已经见底回升，房价还在下降途中。只要货币政策持续宽松，预计房价将很快触底。

那么，中国货币供应量与房价的关系是否和上述四地一致呢？1998年以来的历史经验表明，当M1-M2增速为正时，股票市场和房地产市场均走大牛市，比如1999年10月～2001年6月、2006年12月～2008年3月的股市和房市走势。

尤其是2004年2月～2005年1月这个时段，因股票市场受全流通限制，震荡行情，也许正因为如此，更多资金流向了房地产，导致房价大涨小回，诞生了新一轮大级别房地产牛市。就当前情况来看，宽松货币政策下通胀预期升温，4月开始内地主要城市大户型和别墅非常畅销。

第30节：地产行业：房地产能"更上一层楼"(3)

除央行不断地投放货币信贷外，楼市还有一股资金新生力量值得高度关注，即2008年年初开始不断固化的居民储蓄存款中的定期存款，若平均储蓄期限为2年，则2010年将是这批资金到期活化的高峰期。

2009年初开始，已有部分定期存货到期转为活期存款。在未来通胀预期继续升温，或者经济复苏的情景下，这批预计高达3.4万亿元的定期储蓄存款活化后，可能会有相当一部分资金进入楼市，置业保值增值和防通胀，而这将推动房价上涨。

宽货币驱房价涨

和全球央行一样，为了推动经济复苏，中国央行采取了非常宽松的货币政策，具体表现在：连续降息（2008年9月开始连续降息216个基点）；大量投放新增贷款（2009年1~5月5.84万亿元）；M2快速攀升（5月高达25.8%，创1996年10月以来新高）；个人按揭房贷利率极低（7折优惠后仅4.16%）。

本次太超常规的货币信贷投放，触发了居民通胀预期，将导致房价代表的资产泡沫在经济复苏前启动。若经济前景走向复苏，房价将因经济景气上升而受支撑（减轻泡沫化程度），成交量持续放大，地产股同时受益于温和通胀和经济增长，地产股投资可以参考利率周期，即到加息周期中期之前，地产股都将是股市龙头板块和领涨板块。

若经济并未成功复苏，因为货币信贷持续大量投放，可能导致资产泡沫化程度加大，而且经济前景黯淡将导致越来越多的实业资金进入房地产行业，直到滞胀来临。

因此，无论经济前景是复苏还是停滞，在未来一段时间内房价上涨趋势已然确立。

货币政策宽松程度，是经济复苏和资产泡沫化的第一推手。货币信贷不紧缩，通胀预期和房地产投资需求不萎缩，房价下跌动力不足（尤其在开发商销售回笼资金后已无破产风险情况下），股市房地产行情将难以停止。

问题在于，在经济复苏趋势尚未确立之前，政府很难出台实质性货币信贷紧缩措施，政府对房地产行业的政策类型还将是"扶持"和"维稳"，因为需要房地产销售景气拉动房地产开发投资。

因此，一旦经济复苏确立并走向景气、或者通胀恶化、或者房地产泡沫进入半理性半狂热阶段，都需要高度关注货币政策紧缩的政策风险。

房价复苏才开始

那么，目前房地产处于什么阶段呢？如前所述，已经从成交量复苏阶段走向房价复苏阶段。为了更容易把握市场动态，我们将房价复苏阶段按时间顺序再具体分为三个小阶段：理性阶段（对应改善性需求和真实投资需求）、半理性半狂热阶段（混合各类需求）、狂热阶段（对应非真实投资需求和投机需求）。

第31节：地产行业：房地产能"更上一层楼"(4)

我们认为，目前全国、各城市房价复苏还处于理性的第一阶段，即未来全国房价将出现普涨趋势。

参考历史涨幅、通胀水平和供求关系，我们预判，2009年全国房价同比涨幅在5%~10%之间，一、二线核心城市，中心地段和高端住宅涨幅更大。

目前来看，2009年4月开始，富裕阶层防通胀保值的置业需求已经显现出来（直接诱因和1~3月新增贷款超过4.58万亿元有关），一、二线核心城市的高端、大户型公寓和别墅突然畅销就是明证。

那么，商品房能否实现防通胀和保值，其核心在于其稀缺性和不可复制性、地段和环境。因此，越高端的商品房需求会越大，房价上涨空间更大，上涨速度更快，也能够容纳更多的超额货币和流动性。

除了项目的稀缺性外，还有城市的特质和不可复制性，如果再考虑新增土地资源的相对有限性，则看好核心城市房地产资源的结论将更为明确。我们看好的有上海、北京、珠海、厦门、杭州和青岛等城市。

同样处于城市核心地段的还有商业地产，当高端住宅房价泡沫化到一定程度后，核心地段商业地产的价值将会吸引新资金追逐。极端例子是1996~1997年香港一些黄金地段的写字楼每平方米售价近20万港元。

投资复苏在望

尽管房地产开发实际投资增速大幅下滑，但计划投资增速维持扩张期增速。计划投资是开发商在建的商品房和开发的土地按设计预算全部建成需要的投资。可见，只要开发商恢复在建项目投资，实际投资增速可很快反转向上的。

从供求来看，商品住宅销售额与投资额之差由负转正，二者增速之差扩大到40个百分点，接近近年来历史新高。这意味着接下来投资

增速上升、销售额增速下降才可获得新平衡，平衡动力来自于经历半年多时间的销量复苏后，开发商自有资金加强，以及行业景气改善增强投资信心和政府降低商品住宅投资自有资金比例。

根据历史经验，房地产贷款领先并与商品房新开工面积正相关，2009年第一季度包括开发贷款和按揭贷款的房地产贷款余额增速已经见底回升。而且，房价和资金来源景气程度领先并与商品房施工面积正相关，资金来源指数2008年12月见底并回升，房价指数2009年2月见底回升。

根据最新行业和经济形势，假设合计占开发投资总额85%的建筑工程和土地购置两项投资2009年均同比正增长，则全年开发投资同比增速在0%~29%之间。我们倾向于认为，土地购置投资增速在10%~15%之间，建筑工程投资增速在15%~20%之间。因此，我们预计2009年房地产投资同比增长在13%~18%之间，2009年前5个月已完成投资额增速7%。

第32节：地产行业：房地产能"更上一层楼"(5)

超配房地产股

基于前述结论，我们对房地产行业增持投资评级，建议继续超配。当然，在地产板块上涨过程中需要不断评估行业风险。比如，货币政策紧缩（新增信贷量下降、二套房贷严格首付比例、控制房地产开发贷款、减少住房按揭贷款利率优惠程度、加息等）；经济前景；通胀预期形势；房地产泡沫化严重程度。

从具体个股来看，我们从可售面积和地价成本、股本和市值相对储备面积、核心城市、高端产品和核心地段四个角度寻找房价上涨受益股，核心思路有三个方面。

第一是从待结算项目储备规模-可售面积-拿地成本思路来寻找房价上涨受益股。

这一思路的逻辑是：房价上涨受益体现为公司能从房价上涨中获得净利润快增长，超预期增长创造超预期股价空间。对公司来说，项目可售面积（在建存货）和地价成本最关键，不仅要有房源可售，且可售房源地价成本越低越好。

我们可以重点考虑项目储备转化为可售面积，关键看公司管理能力和城市分布。地价成本取决于前几年的拿地时间、方式和项目开发进度。

综合考虑可售面积、拿地成本、业绩增长弹性及目前估值，我们重点推荐新潮中宝、金融街、保利地产、华侨城、中国宝安（2005年之后没有在公开市场拿地），推荐建发股份、浙江广厦、华发股份、深振业、万科和金地集团。

第二是从项目储备相对规模和市值成本思路来寻找房价上涨受益股。

这一思路首先考虑公司总股本，即每万股待结算权益建筑面积高低，结合对项目ROE的评估选股。为此，我们重点推荐苏宁环球、深

振业、深长城和香江控股，推荐首开股份、荣盛发展和上实发展。

第三是从项目储备相对规模和市值成本思路来寻找房价上涨受益股。

这一思路首先考虑公司总股本，即每万股待结算权益建筑面积高低，结合对项目ROE（净资产收益率）的评估选股。为此，我们重点推荐苏宁环球、深振业、深长城和香江控股，推荐首开股份、荣盛发展和上实发展。

若再考虑公司总市值，即每万元市值所拥有的待结算权益建筑面积，我们重点推荐香江控股、苏宁环球、深振业和深长城，推荐浙江广厦、荣盛发展、京能置业和大龙地产。

另外，依照前文对房价上涨潜力区域的分析结论，在重点公司中寻找最能代表北京、上海、深圳、广州四个一线城市或杭州、南京等其他重要二线城市的地产股，按照每万股待结算项目权益建面划分，我们发现本次代表性最强的房地产股的结论如下：

深圳是深长城、深振业、招商地产和华侨城；上海是万业企业、城投控股、中华企业、深长城和上实发展；北京是北京城建、首开股份、冠城大通，且代表性非常强；广州是香江控股、金地集团和保利地产；四个一线城市是深长城、北京城建、首开股份、冠城大通、香江控股、金地集团；杭州是浙江广厦、滨江集团、新湖中宝；南京是苏宁环球；珠海是华发股份。

第33节：地产行业：房地产能"更上一层楼"(6)

依照前文我们对高端住宅和核心地段房价更看好的分析结论，在重点公司中寻找在核心城市开发别墅、高端住宅和在核心地段拥有项目储备面积最大的地产股，结论如下：别墅代表者是华侨城、中粮集团；高端住宅代表者是滨江集团、华发股份；核心城市核心地段代表者是金融街、新湖中宝、建发股份和浙江广厦。

除此之外，大股东资产注入依然可以持续关注，并有望获取超额收益的组合，可重点关注中粮地产、张江高科、城投控股、建发股份、广宇发展和阳光股份，适度关注招商地产、渝开发、上实发展和中华企业。

分析师简介

孙建平：男，南开大学经济学硕士。国泰君安证券房地产行业高级分析师。连续几年获得房地产行业最佳分析师称号。

机构点评

房地产关联其他行业之多，可谓百业之首，当然也最为复杂。为此，从业时间并不长的国泰君安证券研究所房地产行业分析师孙建平首创了房地产行业前景三段论，来分析下半年房地产的趋势。

该三段论为：地产行业再次繁荣将经历多重博弈下的房价下降、成交量复苏代表的行业复苏和房价上涨导致的开发商赢利改善三阶段，这为把握房地产价格走势找到一把钥匙。

通过对多国的历史经验进行分析，孙建平先生认为，宽松的货币政策和充裕超额货币是房地产泡沫的温床。并认为，只要货币不紧，房价难跌，地产股行情就不断。目前处于房价上涨的理性的第一阶段，未来还将上涨。

在房价普涨的前提下，孙建平先生更看好核心城市、高端和核心地段房产。基于上述分析，孙建平先生继续维持行业增持评级，建议继续超配。

孙建平先生开阔的分析思路，充分有力的论证演绎，显示出他对房地产行业深入透彻的洞察和把握，《证券市场周刊》"水晶球奖"中国房地产行业最佳分析师的美誉真是名至实归。

第34节：保险行业：见底回升(1)

第六篇 保险行业：见底回升

据金融业"投资钟"，保险业将率先见底回升，理由是保单成本快速下降，新业务价值很可能超预期；投资收益率见底回升，利差趋合理；投资浮亏消化结束，资产减值计提接近尾声；净利润增速或见底回升。

--海通证券保险业高级分析师：潘洪文、谢盐

受本轮全球金融危机冲击最大的就是金融机构。尽管中国大多数金融机构幸免于难。但中国经济在国际金融经济危机下遭受重创，与中国经济有着独特关系的金融机构资产质量和赢利前景也备受投资者关注。

为了更好地评估中国金融业的投资价值，我们借鉴了著名的美林证券"投资钟"模型思想，来构建了中国金融行业的"投资钟"模型。

根据该模型，我们认为，中国保险业率先见底回升，这将推动保险股估值上升；中国银行业虽然低点已过，但复苏力度不大，银行的资产质量可能还会反复。相比而言，中国的券商喜忧参半，但事件驱动下机会并存，差异化策略取胜。也就是说，保险好于银行和券商。因此，我们首推保险。

我们之所以认为，保险业的行业趋势见底回升，主要基于以下4方面的理由：

- 一是保单成本快速下降，新业务价值很可能超预期；
- 二是投资环境明显趋好，投资收益率见底回升，利差趋合理；
- 三是投资浮亏消化结束，资产减值计提接近尾声；

四是净资产2008年见底回升后，二季度业绩仍存在风险，但三季度净利润增速或见底回升，全年大幅增长较确定。

保单成本降得快

继万能险成本大幅下降后，中国人寿率先大幅下降分红险成本。这表现在中国人寿2009年率先降低分红率至4%左右，而2008年分红率高达8%以上。我们预计，中国平安和中国太保2009年分红率为4.0%~4.3%。

另外，万能险结算利率也维持较低水平。我们预计，中国人寿、中国太保和中国平安2009年万能险资金成本分别为3.85%、3.85%和4.3%。要知道，万能险结算利率曾经从2008年6月的高点6.05%下降到目前的3.85%。需要指出的是，中国平安的万能结算利率仍维持在4.75%的高位水平。

合理利差已能赚

由于保单成本下降，使得保险公司能赚取合理利差。根据我们的测算，2001~2009年（预期）平安和国寿复合总投资收益率分别为5.1%和4.5%，平安2006~2009年（预期）万能的复合结算利率为4.3%，国寿、太保最新结算利率为3.8%。

需要指出的是，2009年，随着保单成本大幅下降，总保费增速大幅下滑至个位数增长。

但是，2009年新业务价值增速很可能超预期。尽管银保增速有所下降，但高利润率个险获得了较快增长。

我们看到，国寿分红率降到4%，但个险新单增速仅略降；2009年前5个月，中国人寿和中国太保个险新单增速分别约为40%、10%。因此，我们保守估计，中国人寿、中国平安和中国太保一年新业务价值分别增长20%、15%和10%。

外部环境也利好

在目前宽松的货币政策及银行体系充裕的流动性环境下，保险行业面临的投资环境开始趋好。与此同时，中长期内保险业将受益税收优惠政策、投资渠道拓宽政策。

首先，A股市场大幅上升使得权益类投资收益超预期，投资浮亏消化结束。

2009年前5个月沪深300大涨51.8%，保险公司权益类投资收益已经超出市场此前预期。截至2008年年底，中国人寿、中国平安和中国太保权益投资仓位分别为8.0%、7.8%和4.7%，一季度保险公司权益投资比例小幅上升，有利于提升投资收益。

第35节：保险行业：见底回升(2)

而且，随着投资浮亏消化结束，保险公司的资产减值计提也将接近尾声。

另外，一个重要方面是，债券收益率见底缓慢回升。要知道，中国保险公司80%以上投资资产投资于固定类资产，且债券主要是持有到期，债券收益率见底并缓慢回升，将会有力提升保险公司的收益率。

据央行一季度货币政策报告称，将坚定不移地落实适度宽松政策，保持政策连续性、稳定性，促进经济平稳较快发展。继续"保持银行体系流动性充裕"、"近期货币信贷适度较快增长利大于弊"。因此，中国经济政策年内转向可能性很小。

实际操作情况也证实了这一点。2009年前5个月，信贷投放超出市场预期，多数银行已上调贷款增速目标。我们认为，短期流动性不会收紧，虽然下半年新增贷款由于季节性因素逐步放缓。由于市场充裕流动性的持续，将推高资产价格，使得通胀预期加强，从而推动长期收益率曲线上行。

在银行体系流动性依然充裕的环境下，银行倾向购买短债、回避中长债。由此带来中长债收益率开始止跌回升，10年期国债收益率一个月来上升10bp。同时，我们认为，短债收益率将维持低位，但下跌空间很有限。

从历史来看，国债收益率长短端利差处于高位时，也是债券收益率见底之时。目前国债收益率利差接近历史新高，债券收益率见底信号明显，长端收益率已经缓慢上升。

利好政策更力挺

我们看好保险业，还在于利好政策的支持。这些利好政策出台的大背景是中国政府为了应对当前全球经济金融危机的冲击，希望发挥

保险投融资功能，来刺激投资增长，促进经济发展。这可以看作是第一步。

进一步来看，中国保监会的政策意向也要通过建立多层次保障制度、研究对养老险投保人给予延迟纳税，来增加居民收入、刺激消费，以促进经济的可持续增长。

具体来看，这些利好政策表现在：

首先，新《保险法》对保险资金运用形式新增了"不动产"，这将会拓宽保险资金投资渠道。

其次，根据"国三十条"中的第15条款，要发挥保险公司机构投资者作用和保险资金投融资功能，鼓励保险公司购买国债、金融债、企业债和公司债，引导保险公司以债权等方式投资交通、通信、能源等基础设施项目和农村基础设施项目。稳妥推进保险公司投资国有大型龙头企业股权，特别是关系国家战略的能源、资源等产业的龙头企业股权。

再次，"国三十条"的第15条款也要求积极发展个人、团体养老等保险业务，鼓励和支持有条件的企业通过商业保险建立多层次养老保障计划，研究对养老保险投保人给予延迟纳税等税收优惠。

第36节：保险行业：见底回升(3)

另外，《国务院关于推进上海加快两个中心建设的意见》也提出，"鼓励个人购买商业养老保险，由财政部、税务总局、保监会会同上海市研究具体方案，适时开展个人税收递延型养老保险产品试点"。中国保监会主席吴定富也指出，要"在上海稳步推进保险资金运用的试点"。

这些利好政策为保险业发展提供了广阔的发展空间，将在中长期内推动保险业发展，促进保险公司的业绩增长。

就目前来看，2009年4月1日出台的《关于企业手续费及佣金支出税前扣除政策的通知》对保险公司就是一个直接利好。

为了落实"国三十条"第15条款，4月7日出台《关于保险资金投资基础设施债券投资计划的通知》、《基础设施债权投资计划产品设立指引》、《关于增加保险机构债券投资品种的通知》等一系列利好规定。

"国三十条"第15条款相应的是上海个人延税试点。保监会期望下半年推出，当然具体推出时间取决于财政部，因此，时间上可能比预期晚，最快也要到下半年。我们认为，初步试点很可能包括中国平安、中国人寿、中国太保、太平洋养老保险四家公司。但延税试点未来可能超预期，这表现在两个方面：

- 一是试点在地域上拓宽；
- 二是产品销售渠道的拓宽。

还有一个重要方面是，保险公司投资未上市股权，尤其是能源、资源等产业的龙头企业股权，以及收益较为稳定的物业投资都将陆续放开，这给保险公司提高自身的收益提供了操作空间。

或有风险

中国保险业也面临一些风险，首先是宏观经济下行风险。如果经济增长下行或者出现滞胀，将会带来股市下跌风险和长期低利率，这

将会极大伤害保险公司业绩和赢利。但就目前来看，中国宏观经济已经基本稳定，并在逐步走向复苏，这也是市场的共识。

此外，IPO（首次公开募股）开闸也可能在短期带来资本市场下跌风险。这将会减少保险公司权益类投资收益。目前看来，一些新股发行，都获得了较高的溢价，上证指数也维持在3000点的上方。

还有一个不确定的风险是H1N1流感大暴发。但考虑到H1N1流感导致死亡率和疾病给付比例极低，即便暴发与2003年SARS同等规模的流感，对保险公司的影响仍非常小。

我们在墨西哥当前发生率的10倍假设下，H1N1导致的总赔付增加额也仅有1231万元。因此，总体上来说，H1N1对整个寿险行业赔付的影响微乎其微。

首选平安

从估值上来看，中国太保和中国平安都具有优势，但我们首选中国平安，并维持"买入"评级。其中理由主要有以下几点：

一是中国平安业务拓展能力最好，高利润率代理人渠道具备明显竞争优势。根据有关经验，快速增员后2~3年内人均产能稳定甚至提升，每个月的佣金收入（FYC）达行业内最高，而且同业难以模仿。中国平安的代理人数量2007年大幅增长50%，2008年又增长了17.9%。2009年第一季度个险新单接近中国人寿，但营销员人数只有中国人寿一半。

第37节：保险行业：见底回升(4)

二是中国平安收购深发展30%，平安公司的银行主业将会扩大近一倍，这对该险长期利好。

三是中国平安弹性最大，这表现在业绩弹性最大、非寿险估值上行空间和每股新业务价值最高三方面。

四是中国平安投资富通进行了充分的亏损计提。富通目前股价2.6欧元，这意味着该投资少亏损近19亿元。待税务问题反映到利润表后，该公司主要风险将会得到释放，因此非常看好公司业绩高成长。

我们综合考虑到公司银行主业将取得重大突破、业务能力明显竞争优势、弹性大、前期风险充分释放及估值低，我们维持"买入"。

当然，中国平安也存在一些风险需要投资者关注，主要的不确定性包括中报业绩存在不确定性、税务问题、资本市场下跌风险。

还看好太保

中国太保的亮点在于估值水平最低，业务增长潜力大，且正在实现。

目前，中国太保估值水平在中国平安、中国人寿、中国太保三家保险公司中是最低的，无论P/B、P/EV，还是隐含新业务倍数，估值均具备优势。

同时，中国太保的业务增长潜力大且正在实现以质取胜。2008年一年新业务价值增速最快，高于中国平安和中国人寿。中国太保快速增长的原因是产品利润率高。根据估算，我们认为，2009年第一季度新业务价值增长25%以上，业务增长非常良好。

需要指出的是，中国太保收购长江养老保险已经公告，公司经营相对中国人寿和中国平安，虽无特别亮点，但也没有大的风险。

因此，我们综合考虑到中国太保公司增长潜力大、估值便宜，且盘子相对小，给予维持买入"评级"。

分析师简介

潘洪文：海通证券公司保险业分析师。行业代表报告有：《保险：近期保险股大幅上涨点评》（2009.7）《中国平安：重大事项停牌公告及传闻点评》（2009.6）《中国太保：2月份寿险保费同比负增长15%》（2009.3）

谢盐：海通证券研究所宏观经济研究员。

机构点评

全球正处于百年大萧条中，而复苏预期又在各地日渐声隆，以周期轮动为核心的美林"投资钟"大放异彩。

为此，海通证券研究所金融研究小组潘洪文等成员引进这一著名的"投资钟"思想，来构建了中国金融行业的"投资钟"模型。

根据"投资钟"模型，潘洪文团队认为，中国保险业率先见底回升，这将推动保险股估值上升；中国银行业虽然低点已过，但复苏力度不大，银行的资产质量可能还会反复。相比而言，中国的券商喜忧参半，但事件驱动下机会并存，差异化策略取胜。也就是说，保险好于银行和券商。因此，潘洪文团队首推保险。

潘洪文团队之所以认为保险业的行业趋势见底回升，主要基于以下四方面的理由：

一是保单成本快速下降，新业务价值很可能超预期；

二是投资环境明显趋好，投资收益率见底回升，利差趋合理；

三是投资浮亏消化结束，资产减值计提接近尾声；

四是净资产2008年见底回升后，二季度业绩仍存在风险，但三季度净利润增速或见底回升，全年大幅增长较确定。

我们看到，保险股的保险正在按照潘洪文团队所指出的"投资钟"运转着。借鉴"投资钟"的智慧，相信身为《证券市场周刊》"水晶球奖"非银行金融业最佳分析师，潘洪文团队还可以走得更圆满。

第38节：基础建设："两铁"引领基建投资机会(1)

第七篇 基础建设："两铁"引领基建投资机会

下半年的投资策略应该重点关注中国铁建、中国中铁补涨机会和上海本地建筑股的主题性投资机会，比如隧道股份、浦东建设、龙元建设和上海建工等受益企业。

--中信证券高级副总裁：潘建平

尽管2009年以来房地产开发投资增速下滑明显，但在"4万亿"刺激投资政策促进下，2009年前4个月全社会固定资产投资同比增速高达30.5%，创两年半以来新高，基建投资对房地产投资下滑的抵消力度之大、自身增速之快远超乎市场预期。

中国政府本次大幅下调投资项目资本金比例，也将促使房地产开发投资和基建投资进一步提速。其中，受益最大的是地方政府投资、资金匮乏的公路建设项目和普通住宅开发项目。而2009年铁路基建投资很可能达到6000亿元，较2008年增长近100%。由此有望带动基建和房地产建筑超预期上升，推动相关建筑企业营业收入和利润的高增长。

因此，下半年的投资策略应该关注"两铁"补涨机会和上海本地建筑股的主题性投资机会。

在普通建筑领域，我们建议重点关注两家综合性大型基建公司--中国铁建和中国中铁，以及隧道股份、浦东建设、龙元建设和上海建工等上海本地基建股在"两个中心"建设、世博会和迪斯尼等建设带来的发展良机和投资机会。

在特种建筑领域，我们继续看好服务领域景气向好、市场空间较大、竞争门槛较高以及竞争力和市场占有率高的公司，如中材国际和东华科技等。

基建投资超预期增长

国务院总理温家宝在2009年5月8日表示："我们应对金融危机远远不止4万亿，那只是我们四项内容的一个，就是政府对于民生工程和基础设施的投入。我们还有十大产业的振兴规划、有科技支撑、有社会保障，这是一体的。"

中国政府超大力度地刺激经济计划，使得2009年前4个月全社会固定资产投资同比增速高达30.5%，创两年半以来新高。而且，基建投资对房地产投资下滑影响的抵消力度之大，也远远超出市场预期。

第39节：基础建设："两铁"引领基建投资机会(2)

事实上，房地产固定资产投资增速在创下4.9%的低位后，已连续两个月回升，4月恢复到10%的水平。与此相对应，前5个月全国完成房地产开发投资达到10165亿元，同比增长6.8%，增幅比前4个月提高1.9个百分点，增速回升明显。

在各项投资中，铁路基建投资增速表现尤其卓越。2009年前4个月，全国铁路完成固定资产投资1180.38亿元，同比增长127.9%，其中，铁路基本建设投资达1034.22亿元，同比增长167.0%，增速为历史最高。

2009年前3个月，全国累计完成交通固定资产投资1330.99亿元，同比增长48.21%。其中：公路固定资产投资1120.66亿元，同比增长56.26%；内河及航道建设投资163.74亿元，同比增长121.23%。

2009年前4个月，水利管理业完成固定资产投资447.68亿元，同比增长82.3%，增速为历史最高。

降资本金比例再注强心剂

2009年5月27日，国务院公布了关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知，降低煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、玉米深加工、机场、港口、沿海及内河航运项目的最低资本金比例，降低幅度为5%；铁路、公路、城市轨道交通、化肥（钾肥除外）项目降10%；保障性住房和普通商品住房项目降5%，其他房地产开发项目降5%。

本次资本金比例调整，对建筑工程业是显著利好：显著缓解了基建项目和部分房地产项目的资金紧张问题，进而拉动了国内建筑工程市场需求。

基建建筑子行业和房屋建筑子行业均受益。基建项目中，受益最大的是投资意愿强烈、项目依赖贷款较多、资金最为紧张的地方政府

项目，主要包括城市轨道交通建设（需求强烈）和公路（地方政府资金严重短缺）建设。

我们总体判断认为，下调资本金比例后对房屋建筑的需求将超出我们最初的判断，基建需求将落在我们前期中性预期和乐观预期之间。

2009年前4个月，全国东、中、西部固定资产施工项目、新开工项目个数和计划投资额同比增速均明显上升，特别是中、西部地区尤其显著，东部新开工项目4月开始也迅速增长。而新开工项目计划投资增速较新开工项目个数增速高一倍，说明新开工项目平均投资规模有所扩大。

部分基建投资现乐观情形

国家发改委于2009年3月5日发布《关于2008年国民经济和社会发展规划计划执行情况与2009年国民经济和社会发展规划草案的报告》，该报告对2008年年底国务院发布4万亿元投资计划进行部分结构性调整。

我们继续维持前期报告对基建各领域和电网建设投资中性预期和乐观预期的固定资产投资测算（铁路使用固定资产投资数，剔除地方市政投资的城市轨道交通数据）。我们还认为，2009年铁路投资等基建领域很可能出现乐观预期下的情形。

第40节：基础建设："两铁"引领基建投资机会(3)

据前期测算，以铁路投资为代表的本轮基建投资高峰将出现在2011年和2012年，基建施工企业收入将在2012年前后到达顶点，利润拐点则会由于各公司业务结构差异及近两年其他延伸业务发展情况而出现不同情形。

从2008年第四季度开始，以"两铁"为首的基建企业逐步迈入收入结算期，收入和利润增长将逐步提速，预计赢利增长高峰将出现在2010年和2011年。

业务模式转型趋升赢利

随着政府广泛吸引社会资金参与基建项目市场化运作及基建项目逐年增多，资金实力较强的建筑公司均纷纷转型投资运营业务或加强"投资带动总承包"业务的运作。其原因有六：

一是在施工市场竞争激烈的环境下，通过占有较小比例的资本金投资或参股项目成为甲方后，施工企业获得项目总承包权的可能性增加，从而带动施工承包业务。

二是项目发起方（多为政府）在资金不足情况下，为使项目顺利开展以促进地方经济发展，往往愿意给予项目运营权、税收优惠和周边土地等资源开发权支持，同时加强与政府合作有利于企业进入当地市场或获得更多项目，如铁路、水利、城市轨道交通等。

三是从投资概算等角度看，运营项目施工利润相对较高，且工期宽松，有利于提前竣工，降低成本，并提早投入运营。

四是在回款有保证的情况下，政府BT项目可获得较稳定的现金流和利润回报，通过融资方式放大后，净资产回报率较高。通常，内部报酬率不低于8%，也有不少项目超过10%。

五是由于收入不稳定，回报期长，BOT（政府授予私营企业的限期专营权）项目虽有一定风险，但事实证明，经济较发达地区的BOT项目运营回报良好。

六是通过资产证券化方式提前回收资金，以滚动开发新项目，变相成为“运营项目租赁”公司。

目前，浦东建设、重庆路桥等已基本转型为基础设施运营投资公司。隧道股份、葛洲坝等运营业务已占公司相当比重；中国铁建、中国中铁和中国建筑等大型央企，也纷纷开展投资运营业务。

多元化趋势提升赢利

国内大型建筑企业工程施工业务遍布全国甚至全球，有较多资源和机会发展其他业务。如果新业务具有较高赢利水平，则对建筑公司提升赢利能力会有所帮助。

除基础设施运营业务外，建筑公司相关多元化最典型的就开展房地产开发业务。比如中国建筑工程总公司，房地产收入虽然仅占主营收入不到10%，但净利润贡献却超过50%。

原先以基建为主的上市公司--中国中铁（含中铁二局）、中国铁建和葛洲坝--近年利用所持低价存量土地开展地产开发业务，以获取较高收益。近年来，宏润建设的房地产开发业务净利润贡献更接近一半。

第41节：基础建设："两铁"引领基建投资机会(4)

依托铁路基建大发展良机，中国铁建和中国中铁在勘察设计、铁路建设相关机械制造业务快速发展。以中国铁建2008年铁路养护机械等为主的机械制造业务同比增长213%，中国中铁2008年机械制造收入同比增加57%。

隧道股份的盾构制造与服务和公路运营业务、葛洲坝的民爆和水泥制造业务、粤水电的可再生能源投资等都反映了优质建筑企业积极通过产业链延伸实现"一体化"服务，提高整体竞争力和赢利能力的趋势。

中国中铁除在国内涉足煤矿、金矿及其他有色金属开采业务外，还在海外成立合资公司，采用"以项目换资源"的创新模式投资开发海外矿产资源。

海外扩张，毛利率提升

自2006年以来，国内建筑公司海外业务发展迅速，国际竞争力和知名度不断提升。中材国际2008年全球（除中国外）水泥工程市场占有率达34%，超过主要竞争对手FL Smidth两个百分点，确立公司全球水泥工程的王者地位。

国内建筑企业海外工程业务主要来自于亚洲和非洲，且呈现高速增长趋势。目前，中国拥有对外工程承包资质的企业超过2200家，海外业务行业集中度随着市场规模的扩大而有所下降。

我们认为，未来，像中材国际这样的企业，将会越来越多，且随着品牌和技术实力增强，海外业务的毛利率水平将进一步改善。

需要指出的是，经历了2006～2008年的原材料价格大幅波动后，原材料价格波动对毛利率影响趋弱，赢利能力的改善更多依赖管理效率的提升。

多因素提升"两铁"赢利

在以铁路建设为首的基建投资加速背景下，"两铁"新签合同额突飞猛进，庞大在手合同为收入高增长提供坚实保障，我们预测，中国铁建和中国中铁2009年的营业收入将达到或突破3000亿元，同比增长分别为33.3%和30.5%。

中国中铁2008年新签合同额4284.5亿元，同比增长72.42%；基建新签合同额3834.80亿元，同比增长71.47%。中国铁建作为国内铁路施工的领军企业，铁路收入占比约为50%，2008年新签合同额达2541亿元，未来铁路施工业务对公司收入贡献将进一步提升。

按照铁道部计划，2009年是以前年度铁道部项目概算清理的高峰期。其中，中国铁建涉及28个高铁项目，合同金额超过1300亿元，中国中铁涉及合同金额超过1800亿元；中国铁建2009年将有40个项目销号（中国中铁数量接近），对提升公司铁路基建板块业务的毛利率将有显著促进作用。

此外，随着高速铁路造价标准的逐步落实，"两铁"2008年签订的铁路基建合同价格水平好于2007年，2008年年底签订的价格好于2008年上半年，2009年第一季度签订价格又好于2008年年底，从而成为毛利率有望不断改善的主要驱动力。

第42节：基础建设："两铁"引领基建投资机会(5)

自2009年以来，主要建筑材料大幅下跌也有利于工程施工企业提高毛利率。而且从2008年10月起，铁路新建项目主要材料（主要指约占成本40%的钢材和水泥）采购方式由甲供（即业主承担全部供应材料责任）方式转变为甲控（即业主对材料质量和价格范围进行控制，由施工方采购）方式，材料价格变动超过5%的部分由业主承担。

材料采购方式转变后，施工企业投标报价时将为材料价格变动预留部分价差空间，而实际采购价格下降，材料采购毛利空间将更大。另外，"两铁"还将通过物资集中采购（中国中铁2008年集中采购材料已约占全部采购的20%，2009年将提高到50%）方式进一步降低成本，提升毛利。

此外，中国铁建已向国家外管局申请外汇募集资金境内结汇，正等待批准，如获批，公司外汇资金汇兑影响将进一步减弱。要知道，中国铁建2008年约有8.5亿元外汇损失，其他损失为10.56亿元。如剔除这些非经常性损失，当年净利润同比增速约为50%。

随着通胀预期不断增长，以矿产资源价格为代表的澳元汇率近期走强，导致中国中铁2009年以来已超过6亿元的外汇汇兑收益，中国铁建有1亿多澳元存款，2009年以来外汇汇兑收益超过1亿元。

截至2009年一季度末，中国铁建及中国中铁资产负债率分别高达78.6%和76.4%，随着贷款利率下降和公司多渠道（短期融资券、中期票据）融资，公司财务负担显著减轻，有利于公司期间费用率下降。

"两铁"管理费用率将进一步降低，这表现在：

一是法人机构的调整。中国中铁已计划将4级以下法人全部注销，2008年注销64家，目前仍有数百家4级企业；

二是项目管理层级压缩。目前两公司项目管理层级由过去3级压缩到1~2级，中国中铁现有1万名项目管理人员，预计未来可减少30%；

三是项目和公司预算控制更严格。

矿产资源开发已成为中国中铁的重要业务之一，预计未来将带来更多利润。中国中铁目前累计投资21个矿，包括金矿、储量达到20亿吨的煤矿、储量约1000多万吨的5个铜矿都进展顺利，境内铅锌矿还处于勘探阶段。就金矿而言，2008年产出100多千克黄金，2009年计划生产400千克，2010年扩建后计划年生产1吨黄金，黄金销售价格已通过期货市场锁定在200元/克，毛利率情况良好。

上海建筑股五大主题性

主题之一：2010年上海世博会。2010年即将举办的上海世博会总预算为286亿元，其中建设费用为180亿元。截至2009年5月14日，已有238个国家和国际组织确定参加上海世博会，为历届世博会之最。历史经验显示，世博会对举办地社会发展有极大带动作用。

第43节：基础建设："两铁"引领基建投资机会(6)

主题之二：浦东、南汇两区合并，而面积较大的原南汇区基础设施明显落后，亟待建设，对浦东建设等上市公司构成直接利好。

主题之三：上海国资大整合。根据上海市政府构想，"上海国有资产证券化的比例将要从现在的18%提高到40%左右"，形成"3~5家全球布局跨国经营的国资集团公司"、形成"5~8家全国布局产业领先的公司"和形成"20~30家有主业竞争力的蓝筹上市公司"。

2009年2月，上海市国资委将上实集团旗下上海外经集团控股权调整至上海建工集团，使外经集团的国际工程承包业务与建工集团国内建筑承包和市政建设等业务有机结合。上海本地建筑公司中隧道股份（母公司上海城建集团）和上海建工（母公司上海建工集团）母公司均有较多资产，未来注入上市公司的可能性较大。

主题之四：迪斯尼乐园落户上海。相信未来承建迪斯尼项目的上市公司股价亦能有良好表现，我们目前判断该项目由上海建工和中国建筑（香港迪斯尼承建商）参与施工的可能性较大。

根据迪斯尼项目框架协议，项目总投资244.8亿元，一期占地约1.5平方千米，最早于2014年对游客开放。迪斯尼落户上海后对本地房地产、商业和基础设施需求的拉动作用将相当明显。

主题之五：上海"金融+航运"双中心建设。上海国际金融中心建设和国际航运中心建设将会持续到2020年，这对上海乃至全国都是一个巨大的推动作用。

下半年投资策略

在4万亿刺激经济政策以及调低基建各领域和普通住宅项目资本金政策的共同驱动下，与建筑工程直接相关的基建和房地产领域投资将很可能超预期增长，从而可能驱动普通建筑领域（基建和房地产建筑领域）景气超预期上升。

特种建筑工程（专业工业工程领域）因所服务行业（领域）景气及发展空间的不同而差异较大，且因技术门槛高、附加值大和行业集中度高的特性而往往呈现寡头垄断的市场格局。

在普通建筑领域，我们建议重点关注赢利增长确定性较高、释放业绩积极性和赢利增长预期在提升而估值日显优势的两家综合性大型基建公司--中国铁建、中国中铁（激进的投资者在通胀预期下重点配置中国中铁，稳健的投资者可重点关注业绩高增长明确的中国铁建）。

从AH比价和PE估值来看，中国铁建要明显优于中国中铁，以及隧道股份、浦东建设、龙元建设和上海建工等上海本地基建股在两个中心建设、世博会和迪斯尼等背景下给上海城市大建设所带来的发展良机和投资机会。

在特种建筑领域，我们看好所服务行业或领域景气向好、市场上升空间较大、进入门槛较高、附加值大和市场占有率高的公司，如分别专注于水泥工程的中材国际和煤化工工程的东华科技等。

第44节：基础建设："两铁"引领基建投资机会(7)

分析师简介

潘建平：男，同济大学博士，中信证券建筑、建材行业首席分析师。从业8年。

机构点评

中信证券建筑、建材行业首席分析师从整体和细分领域角度对建筑工程行业做了最新景气展望和发展趋势分析，重点分析了国务院下调普通商品住房、各基建项目固定资产投资资本金比例对建筑行业的影响，并指出行业中企业正显示出向投资运营业务转型、产业多元化延伸、向海外市场拓展和赢利能力趋升四个发展趋势。

专题分析中，作者潘建平认为中国铁建和中国中铁2009年营收增长有望略超市场预期。随着大盘的持续上扬和全市场估值水平的提升，估值已日显优势且累计涨幅严重落后大盘的两大铁路基建股将成为难得的价值投资首选标的之一。

另外，潘建平还重点探讨了2010年上海世博会召开、原南汇区并入浦东新区、上海本地国资整合、迪斯尼乐园落户上海及上海国际金融中心、国际航运中心"双中心建设"等五大主题性投资机会。潘建平认为，上海本地建筑股基于优良的业绩及良好的发展态势仍存在估值提升空间。

潘建平列举的大量资讯信息和切合市场趋势的判断，足见其在该行业深厚的功底，曾获得《证券市场周刊》"水晶球奖"基础建设最佳分析师称号。

第45节：电力设备：低碳经济革命(1)

第八篇 电力设备：低碳经济革命

我们依然对中低压电网设备生产商的未来赢利情况持谨慎乐观态度。尽管产品需求量可能大量增长，但中低压电网产品历来存在供过于求的竞争格局，并且在原材料价格大幅下挫的情况下，产品价格供过于求的情况下更容易被拖入泥淖，因此影响公司业绩增长的因素除了产品数量的正向增长之外，产品价格的下落也带来负向影响。

--海通证券电力设备行业首席分析师：詹文辉

输配电行业增速低于市场普遍预期

2009年1~5月份，国内电网投资971亿元，电源投资901亿元，与2008年同期785亿元和1005亿元相比，电网投资和电源投资同比分别增长23.69%和下降10.34%。从2009年上半年行业的运行情况来看，电网投资的增速低于"4万亿刺激计划"后的市场普遍预期，而电源投资下降幅度符合市场预期。

对照2008年年底市场基于国家电网和南方电网的新旧投资规划，2009年1~5月份电网投资总量相对修正后的全年规划比例太小，而与原计划相比则完成的可能性较大，国家电网新投资计划安排将分为三年实施而非两年，前期市场普遍的预期是一种乐观预期。

2009年下半年电网投资增速难以大幅增加，首先是在2009年上半年国内固定资产投资增速高达32.9%的情况下，电力、热力生产供应新增投资仅为20.5%，低于煤炭、铁路运输、非金属和有色金属采选等行业投资增速，下半年在银行贷款总量和增速可能放缓的情况下，能否大量增加投资令人担忧。

从上半年运行情况看，主要电力设备厂商均遇到产品延迟交付现象，主要原因是电网投资项目进度放缓，受宏观经济影响，2009年1~5月份国内用电量同比下滑严重，原本紧迫的电力基础设施建设速

度受之影响也有所放缓，这也是上半年国内电网投资增速低于市场普遍预期的重要原因。预计下半年随着国内经济的复苏，用电量增长情况如果快速增长，则电网投资增速可能有所加快。

对比2009年1~5月份的产量数据，变压器产量增长18.72%，高压开关总量增长-1.37%，低压开关总量增长17.45%，电线电缆总量增长-5.03%。与2008年同期增幅相比总量增长平稳。

不过国家电网公司的前四次招标情况令人对高端输配电设备未来的增长前景表示担忧。高端产品的增速下滑和行业总量的持续平稳增长显示，随着近三年大规模的骨干网建设推进，大量骨干网架的建设基本已经完成。未来电网投资开始向中低压供电网和配电网倾斜。

我们依然对中低压电网设备生产商的未来赢利情况持谨慎乐观态度。尽管产品需求量可能大量增长，但中低压电网产品历来存在供过于求的竞争格局，并且在原材料价格大幅下挫、产品价格供过于求的情况下更容易被拖入泥淖，因此影响公司业绩增长的因素除了产品数量的正向增长之外，产品价格的下跌也带来负向影响。

2009年1~5月份，虽然原材料价格在大幅下挫后开始逐步回升，但受益于在手订单和原材料采购的时间差，电力设备企业上半年均表现出毛利率缓慢回升的态势。但中低端企业生产周期较短，企业对原材料价格的控制能力很弱，如果下半年材料价格在目前情况下继续出现幅度较大的波动，毛利率的波动在所难免，赢利的可预测性较差。

智能电网是一个模糊的远期目标

市场对建设坚强智能电网抱有极高的热情，但我们不无遗憾地认为，智能电网到目前为止在国内仍然是一个模糊的远期目标。

尽管世界各国专家针对电力工业应致力于提高电网智能化水平及等级已经达成共识，但是，智能电网还处于初期研究阶段，国际上尚无统一而明确的定义。由于发展环境和驱动因素不同，不同国家的电网企业和组织都在以自己的方式来理解智能电网，对智能电网进行研究和实践，各国智能电网发展的思路、路径和重点也各不相同。

我国在2007年10月由华东电网有限公司提出了三个阶段的发展思路和行动计划，即在2010年初步建成电网高级调度中心，2020年全面建成具有初步智能特性的数字化电网，2030年真正建成具有自愈能力的智能电网。

我们认为，"十二五"期间全面推开特高压网建设可能仍然是国家电网投资的重点，从目前情况来看，直流输电线路增加已成为现实，有争议的是百万伏特高压线建设，在规划和设备国产化均已解决的情况下，"十二五"期间百万伏特高压建设不过是容量的多少而已。

第46节：电力设备：低碳经济革命(2)

不过基于对智能电网目标的追求，国内对于配电端自动化的投入应该会提高到一定的程度，但由于国内配电网投入主要取决于地方电网投入，因此各地差异可能会较大，对不同区域的上市公司影响差异也会较大。

建设"坚强智能电网"是我国提出的未来国内电网建设的方向，基于这一目标的输配电网建设周期可能由此被延迟到2020年甚至2030年，对行业远景无疑是一大利好，但对行业短期发展暂时没有影响，更难以反映到近期的上市公司业绩中去。

发电设备行业下滑迹象明显

与前几年用电量数据的连续大幅增长形成鲜明对比，受宏观经济影响，国内用电量下滑，同比增长情况至今仍不容乐观。

从统计数据来看，2009年1~5月份国内电站水轮机产量同比增长21.24%，电站汽轮机产量同比增长8.67%，汽轮发电机组产量同比下滑29.29%，水轮发电机组同比下滑19.82%，电站锅炉同比下滑19.44%，行业趋势性下滑迹象明显。

就2009年1~5月份各产品毛利率的变动情况而言，钢材价格在2008年下半年暴跌后带来的毛利率触底回升目前还没有反映出来，我们预计随着高价原料消耗殆尽，原材料价格下跌带来的毛利率回升将在下半年逐渐显示。不过考虑到大型火电设备厂商部分原材料来自国外进口，而这部分材料的价格基本稳定，所以毛利回升的幅度也较为有限。

风电产业进入相对成熟阶段

中国的风电产业经过2004~2008年的高速成长阶段，目前累计装机容量已经达到1221万千瓦，超越印度位居全球第四位；而新增装机容量在2008年达到630万千瓦，仅次于美国，占据全球市场23%的市场份额。

2009~2010年国内大批风电待建项目预示最近两年风电行业增速仍旧较快。目前国家已经规划在我国风能资源丰富的地区建立大型风力发电基地，计划建立七个大中型风电基地，最近两年的集中招标数目也将较大。我们预计2009年和2010年的全国新增风电装机容量将达到1000万千瓦、1400万千瓦，年均增速仍能达到50%。

尚未正式公布的新能源产业规划将在2020年的发展目标直指1.5亿千瓦装机容量，据此推算2011~2020年年均新增装机1100万千瓦，预示着国内风电市场在经过高速发展阶段之后将进入平稳增长阶段。

从2007年和2008年国内风电整机市场份额的数据看，前十大厂商的市场占有率由2007年的98.4%下滑至2008年的89.28%，集中度出现分散迹象。本土厂商的市场份额进一步上升，由2007年的56%上升至2008年的73%；国内三大风电整机厂商华锐、金风、东汽的市场竞争优势进一步巩固，市场份额由2007年的52.40%上升至2008年的57.43%；国内二、三线厂商的市场份额已经开始扩大。

第47节：电力设备：低碳经济革命(3)

表1：中国风电整机市场份额

排名 2007年 2008年

厂家名称 装机 (MW) 占比 (%) 厂家名称 装机 (MW) 占比 (%)

1 金风 830 25.10 华锐 1403 22.45

2 华锐 680 20.60 金风 1132 18.12

3 Gamesa 560 17.00 东汽 1053 16.86

4 Vestas 369 11.20 Vestas 600 9.60

5 东汽 222 6.70 Gamesa 508 8.14

其他 24 1.60 其他 670 10.72

合计 3275 100.00 合计 6246.43 100.00

资料来源：中国风能协会，海通证券研究所

从2009年5月份公布的蒙/冀525万千瓦特许权项目招标中标情况看，国内市场的集中度进一步降低。华锐、东汽、金风依旧占据招标份额81%的绝对优势，但二线厂商湘电、明阳、运达等市场份额增长较快，占到了招标份额的19%。随着国内大量二、三线厂商陆续进入批量生产阶段，国内市场的集中度将进一步降低，市场竞争将更加激烈。

而从招标价格上看，价格战已经开始上演，风电整机毛利率有可能被压缩。2009年5月金风的中标价格已经由2008年的6400元/kW降低到5400元/kW左右，下跌15%以上；东方电气中标价格也下降15%左右，湘电则下跌将近19%。可以看出，二、三线厂商通过价格策略来拓展市场空间。而从零部件的降价情况看，金风与中材科技2008年所签叶片合同金额由6.3亿元下降至5.9亿元，降幅为6.3%；金风与南车株洲2007年所签发电机合同金额由2.4亿元下降至2.2亿元，降幅为8.3%，2008年所签合同金额由9.6亿元下降至9.0亿元，降幅为6.3%。

如果未来整机价格下降速度超过零部件，风电整机毛利率有可能被压缩。

目前，整个风电板块估值水平基本反映了行业快速发展的现状，随着风电整机行业竞争的加剧，未来上市公司业绩的增长速度可能要慢于行业容量的增速。尽管我们看好风电产业的长期发展，但由于产业竞争加剧，未来企业将面临一轮行业洗牌的过程，短期内估值继续上升的空间较小。国内风电整机公司数量众多，随着竞争的加剧，未来整合不可避免。产品质量和售后服务应该是决定行业优胜劣汰的关键。

我们重点关注的风电龙头金风科技短期面临国内市场份额下滑威胁及全行业毛利全面下降的威胁，我们仍旧看好公司独立开发电控系统降低成本的能力。此外，公司产品质量已经获得市场的认同，全国维修网络的建立已经具备了很好的竞争优势，而风电产业链的服务模式以及国际市场的开拓都成为公司有别于其他厂商的核心竞争力之所在。虽然短期内公司面临高估值和市场不利因素影响，但公司在风电产业内依然是业绩增长最确定的公司。

第48节：电力设备：低碳经济革命(4)

核电设备国产化是必经之路

中国75%的电力来自于火力发电，仅有2.2%来自于核能，远远低于全球15%的总体水平。这主要与我国廉价的煤炭资源有关，随着环保压力的加大、能源结构的调整，中国核能发展空间巨大。

截至2009年6月，中国正在运行的核反应堆有11个，总计达到8587MW。与巨大的国内装机容量相比，核电规模显得微乎其微，仅占总装机的1%。

从目前国内核电建设和规划来看，核电行业正面临新一轮发展高潮。目前有14个在建机组，装机容量达到14.28GW，另外还有35个项目将要开工，两部分合计达到51.72GW，约为目前装机容量的6倍。这些项目基本在2011~2016年开始投入运营。

除了在建项目外，其他提议和计划中的核电机组达到80个，合计装机容量为72GW。我们预计2020年我国可以达到80GW的核电装机容量，2030年将达到130~160GW，行业发展的空间巨大。假设到2020年，我国核电实现的总装机容量超过80GW，2010~2020年的新增装机将近70GW，按照12500元/kW的造价，整个核电市场的空间为8750亿元，年均800亿元，行业的前景非常可观，核电设备厂商将获益行业增长。

核电设备主要分为核岛、常规岛和辅助设备。核电成本中核电设备占到50%左右，核岛、常规岛分别占据设备成本的46%和31%。按照2020年80GW的总装机容量计算，2010~2020年核电设备需求将达到4500亿元，年均将达到400亿元的市场需求。其中核岛设备年均需求为190亿元、常规岛年均需求为130亿元。市场容量较大的包括核岛设备中的蒸汽发生器、压力容器、反应堆冷却剂泵和阀门；常规岛设备的汽轮机和发电机。

目前核电设备中的核岛、常规岛设备基本为国内三大设备厂商东方电气、上海电气和哈动力所把持。在核岛设备领域，东方电气占据主要市场份额，在核岛主要设备压力容器、蒸汽发生器、稳压器上分别占到23%、35%和32%的市场份额；上海电气在蒸汽发生器和堆内构件/控制棒的市场份额较大，占到21%和85%；哈动力在稳压器设备上占据27%的市场。在常规岛设备上，东方电气优势明显，汽轮机和发电机的市场占有率均达到58%。

从在建电站的国产化程度看，国内核电设备在核岛和常规岛主设备领域的国产化率水平都已达到70%以上。但在大型铸锻件及关键原材料、主循环泵和核级泵、核安全级阀门以及焊接工艺上的国产化率水平非常低。

大型铸锻件设备占的比重非常大，价格昂贵，目前国内的上重、一重拥有大型油压机；国内的核级泵和关键泵基本全部依赖进口，技术攻关显得尤为重要；阀门是核岛、常规岛设备需求数量非常大的部件，中核科技成功试制，除此之外，国内生产的阀门大多是低端的常规岛阀门。

第49节：电力设备：低碳经济革命(5)

零部件的国产化进程决定设备的毛利率水平。目前国内核岛设备的毛利率接近零，常规岛设备的毛利率也仅有10%左右，未来随着关键零部件国产化率水平的提高，核电设备商的毛利率有望逐步提高。

未来10年，我国核电将迎来高速发展时期。占核电设备比重最大的核岛和常规岛设备主要由国内三大动力厂商所垄断，其中东方电气在二代加技术上有领先优势，上海电气和哈动力在三代技术AP1000的引进上领先于东方电气。短期三大动力厂商的核电收入的比重较小且赢利能力有限，2011年之后将迎来收入确认的高峰期，建议关注东方电气在核电方面的赢利情况。

另外，我们建议投资者关注在关键零部件方面有技术突破、技术排他性较强的公司。建议投资者关注嘉宝集团、自仪股份和中核科技。

金融海啸对太阳能产业的冲击已近尾声

2008年德国和西班牙相继降低光伏行业的补贴力度。金融海啸，严重地冲击了全球光伏行业，行业短期需求严重萎缩，但是支撑行业发展的根本因素即对能源危机和环境保护的担忧没有发生变化。

尽管太阳能行业在2009年1~4月份仍面临严重冲击，但世界各国政府均在积极推动新能源产业的发展，新能源作为世界各国拉动本国经济增长的新兴产业，其宏观发展前景的清晰度超过以往任何时候。随着各国经济走出低谷、银行信贷政策逐渐放松，太阳能行业有望在2010年全面复苏。

从第一季度太阳能相关上市公司的财务数据看，光伏下游企业出货量锐减，销售收入和利润仍旧大幅下滑，但毛利率因为高价原材料库存的消耗已经大幅回升。我们也观察到：英利4~5月份出货量明显上升，英利和晶澳均预计第二季度发货量环比翻番，尚德和赛维保守

预计第二季度发货量环比小幅上升或持平。下游组件企业复苏的趋势已经形成。

上游多晶硅企业的销售收入和毛利率均环比大幅下滑，这与我们之前的太阳能行业深度报告的观点“预计2009年毛利率将大幅下滑，业绩低点将滞后于组件企业”基本一致。多晶硅企业业绩下滑主要源于价格的暴跌以及因为需求不旺引致的产能闲置。未来随着多晶硅价格的进一步下滑以及产能过剩，多晶硅企业的暴利时代将一去不复返。但随着下游需求回暖，我们认为具备规模优势、成本优势以及质量优势的企业仍值得看好。

2009年3月26日财政部出台BIPV（光伏建筑一体化）财政补贴政策，标志着国内光伏市场破冰起航。在目前的组件价格下，这一补贴相当于初始补贴的一半左右，力度远大于韩国等新兴光伏市场。这极大地刺激了国内光伏项目的投资热情，从5月15日第一批上报项目截止情况看，各地方政府积极响应，上报项目即达500MW。

第50节：电力设备：低碳经济革命(6)

我们认为，对太阳能的规划无论是10GW还是20GW，对于目前国内几乎为零的市场而言，未来的发展空间都是巨大的。但这不是问题的关键所在，我们认为关键是使得太阳能产业合理依靠政府的推动，自成循环地发展起来。其中最重要的政策驱动是如何实现并网以及上网电价政策的制定。我们期待能够有更加细化的政策出台。

随着国内BIPV政策的发布，国内光伏相关上市公司整体估值水平大幅提升，已经充分反映了政策的预期。所以，我们在对行业投资机会的把握上，只能选择那些能够充分享受行业增长而成长潜力巨大的公司。

在公司的选择上，可以从以下几点考虑：目前政策直接受益的上市公司；薄膜、组件公司和系统安装建造公司；就相对长期的国内市场而言，具有技术优势和产业链整合优势的上市公司；受益于太阳能产业发展的相关公司，如设备提供商、元器件提供商等；长期而言，规模大、成本低的多晶硅上市公司（短期内，多晶硅供过于求的局面难以迅速扭转）也值得看好。

我们认为，天威保变作为新能源的龙头企业，因其资金优势、技术优势以及产业链优势必将获益于光伏产业的大发展，虽然短期业绩压力较大，但长期值得看好。另外，拥有产业链优势的南玻A、超白玻璃市场份额较大的金晶科技、技术差异化的三安光电和孚日股份以及介入BIPV的泰豪科技都值得我们长期关注。

下半年整体行情谨慎

尽管整个电力设备和新能源板块已经进入两个月的相对长期调整，但从目前估值水平来看仍然处于平均水平以上。输配电行业 and 新能源产业长期发展前景良好，短期原材料下跌又给下游制造带来了毛利率回升的空间，目前行业整体估值处于整个市场相对较高位置，但

相对于其他行业的不确定性而言，市场给予行业整体高估值仍属合理。

由于行业估值水平和大盘整体估值水平相对处于高位，我们对下半年整体行情持相对谨慎态度。相比而言，我们依然看好估值较低的龙头公司，如特变电工等，这类公司业绩稳定可靠，可作为防御性品种持有。

此外，我们相对看好业绩良好且具有发展前景的题材独特的小型公司，这类公司除本身业绩较好外，还兼具激进题材，是市场中的活跃品种。

表2：重点上市公司投资评级

股票代码	股票名称	EPS（元）				投资评级
2008	2009E	2010E	2011E	本期		
600089	特变电工	0.54	0.80	1.01	1.11	买入
600475	华光股份	0.40	0.55	0.74	0.96	买入
600590	泰豪科技	0.31	0.43	0.61	0.90	买入
002202	金风科技	0.65	0.94	1.10	1.40	增持

第51节：电力设备：低碳经济革命(7)

600312 平高电气 0.40 0.50 0.65 0.83 增持

600550 天威保变 0.81 0.81 1.09 1.65 增持

000400 许继电气 0.10 0.74 0.83 0.90 增持

600875 东方电气 0.21 2.05 2.20 2.40 增持

600192 长城电工 0.12 0.15 0.20 0.26 中性

000862 银星能源 0.12 0.15 0.22 0.28 中性

分析师简介

詹文辉：浙江大学硕士，从业8年，2005年加入海通证券。2007年、2008年连续两届《证券市场周刊》最佳卖方分析师"水晶球奖"电力设备行业第一名。现任海通证券电力设备行业首席分析师，对电力设备行业估值有独到见解，曾于业内率先挖掘新能源行业投资机会，对金风科技、天威保变、特变电工、东方电气等公司有长期深入的跟踪研究。

机构点评

上半年，新能源成为A股市场最为炙手可热的话题之一，其中不少电力设备行业上市公司涉足其中，一时间与太阳能、风能、智能电网等概念沾边的股票股价均大幅飙升。

对于智能电网，詹文辉在肯定对行业远景是一大利好的同时，也警示市场，智能电网到目前为止在国内仍然是一个模糊的远期目标，对行业短期发展暂时没有影响，更难以反映到近期的上市公司业绩中去。

而对于有业绩支撑的新能源概念，詹文辉则坚定看好，如金风科技。在年初2009年策略报告中，詹文辉即认为金风科技最艰难的日子将在2008过去以后。随着兆瓦级风机零部件供应能力的提升、原材料成本的下降，金风科技产品毛利率将逐步回升，2009年公司兆瓦级风机的交货量可达1000台以上，是公司长期竞争力增强的体现。

有鉴于此，詹文辉对金风科技给予了"买入"的评级。事实证明了詹文辉的眼光，金风科技股价2009年以来稳步走高，几近翻番。

在此次中期策略中，詹文辉在对下半年整体行情持相对谨慎态度的同时，依然看好估值较低的龙头公司，如特变电工，这类公司业绩稳定可靠，可作为防御性品种持有。

第52节：电力行业：资产重组风起云涌(1)

第九篇 电力行业：资产重组风起云涌

目前电价机制尚未到位，除了水电及核电外，发电企业投资风电及太阳能等新能源发电的回报仍相对较低，短期内对相关公司业绩贡献很小。

--中信证券电力及公用事业首席分析师：杨治山

需求触底回暖、前低后高

2009年1~4月份全社会用电量10559亿kW/h，同比下降4.0%，增速较2008年同期下降16.7个百分点，与1~3月则基本持平，显示需求仍处于缓慢恢复过程中；由于2008年4~5月高耗能产品产量的高基数，4月单月3.6%降幅略高于3月的2.0%。

分产业看，具有刚性的第一、三产业及居民用电增速分别为4.7%、9.0%和9.1%，均保持正增长且较2008年全年变动不大（农业与年初大旱灌溉用电增加有关）；第二产业中的轻、重工业则分别下降6.8%和8.6%，继续拖累全社会用电下降，据累计数推算出的4月份单月降幅分别为4.4%和8.9%，环比3月份有所扩大，主要和年初"补库存"结束以及2008年同期高基数有关。

从五大高耗能行业来看，化工降幅环比收窄，非金属和黑色金属（主要是钢铁）变动不大，有色金属则因产量下滑而略有扩大，电力则因线损下降较大而明显回落（与统计上的时间差异有关）。

进入第二季度，取暖负荷的减少使居民用电占比降低，而工业占比随之提高，2008年同期高耗能产品产量的高基数导致4月用电降幅环比小幅扩大。随近期钢价企稳、产量上升以及地方政府鼓励措施出台促进电解铝复产，5月用电降幅有望再次收窄，但上半年负增长恐难扭转。下半年随经济刺激效应释放，并考虑到2008年同期基数较低的因素，用电需求及其增速将确定性回升。我们坚持对全年需求"前低后高"和增速2.7%的判断。

分地区观察，沿海地区环比降幅较小；高耗能地区回落略大。
装机增速回落，水电快于火电

2009年1~4月份全国发电量10492亿kW/h，同比下降3.2%，4月同比下降3.5%，降幅较3月的降幅1.3%，有所扩大；其中火电下降6.3%（单月-6.2%，降幅环比略有扩大）；水电则继续偏丰，累计增长18.9%。分区域看，除南方地区由于雪灾导致2008年基数较低降幅相对偏小外，其余各地区增速均下降16个百分点以上，其中高耗能集中的西北和经济恢复较慢的东北降幅最大。

2009年前4个月全国新增装机（正式投产）17348MW（同比下降1826MW），其中，火电12575MW（占比72.5%）、水电3808MW（占比21.9%）。全国6000kW及以上发电生产设备容量771800MW，同比增长10.2%（2008年同期增长14.8%，2009年前3个月增长10.6%）；其中，火电604190MW，同比增长8.0%（2008年同期增长13.8%，2009年前3个月增长8.2%）；水电147450MW，同比增长16.8%（2008年同期增长17.2%，2009年前3个月增长19.3%）；核电8846MW，与2008年持平。

我们暂维持全年新增装机75000MW，小火电关闭14000MW以及净增长7.7%的判断。

从固定资产投资来看，行业在经历2004~2005年30%~45%的高增长后，2006~2008年明显回落（全年在9%~14%），2009年的前4个月行业投资增速回升为18.0%，增速略高于2008年全年增速（一方面与2008年同期4.4%的低基数有关，另外，初步估计与电网投资增速提高有关）。与此同时，在投资高额回报的驱使下，煤炭行业在2004~2005年增速60%以上的高基数下，投资并未出现明显放缓，2006~2008年仍维持在24%~34%的水平，2009年前4个月增速更是高达36.6%。

第54节：电力行业：资产重组风起云涌(3)

对于煤价走势，中信煤炭分析师的观点是"2009年合同动力煤可能会微涨，幅度在5%~10%，而市场动力煤的回落幅度在25%~30%。二季度消费淡季到来将宣告"去库存化"过程的结束，市场煤价会在二季度中期转头向下，甚至跌出年内"低点"。"

国内火电具有逆周期赢利规律

1997年亚洲金融危机过后，在1998~2003年的经济恢复阶段，随着电量增加，火电销售收入增长在8%~16%，在此期间煤价波动较小（-9%~11%），因此毛利率基本稳定在18%~20%；为刺激经济复苏，5年以上长期贷款利率从1998年的平均9.2%降至2003年的5.8%，使得行业财务费用率由9.1%降至5.0%，并最终拉动销售利润率由6.8%提高至10.5%，即在经济复苏阶段火电赢利将由于煤价、利率、运费下降而出现稳步回升。

在2004年GDP增速突破10%以后，随着经济快速增长，煤价开始大幅飙升，由于电价滞后调整且幅度不足导致火电毛利率开始下降。与此同时，不断提高的贷款利率（5.9%~7.5%）也抬高了行业财务费用率并最终压低了销售利润率水平，这种情形在2008年达到顶峰，电力行业出现首次全行业集体亏损。

本轮金融危机使得中国经济在2008年下半年开始大幅下滑，由此导致的煤价、利率等因素下降与1997年亚洲金融危机后情形如出一辙，今后几年国内火电也将延续上轮周期的赢利恢复过程。

其中，沿海电厂较为集中的上市公司由于煤价和运费的双重下跌，导致综合到厂煤价降幅较大，毛利率回升较快，相对较合理的和稳定的电价也使其毛利率水平和赢利情况在业内居于前列；内陆电厂由于坑口煤价下跌较少、高耗能产业不振致使电量损失较大，各种名目的优惠电价繁多等，其毛利率回升也缓慢，大部分公司仍然徘徊在亏损的边缘。

资产注入仍将成为行业热点

2007年4月国务院转发的《关于"十一五"深化电力体制改革实施意见的通知》（19号文），明确指出"加快国有电力企业股份制改革，支持国有发电企业整体或主营业务上市、引入战略投资者，实现产权多元化"；此外2009年《政府工作报告》也提出"深化国有大型企业公司制、股份制改革，建立健全现代企业制度"，这已经在多家公司近期的资产注入公告中得以印证。

由于2008年火电行业整体亏损，为反映上市公司和集团的真实资产和赢利情况，我们以2007年年底各集团和上市公司的数据为基准，对此加以分析：

央企上市资产占比总体逾30%，利润贡献则占比逾80%：从五大发电集团来看（中电投由于目前尚无融资旗舰，暂未分析），上市公司资产占集团比例在29%~50%，净利润占比则在62%~146%；显示五大集团上市部分的赢利能力明显高于集团内剩余资产；其中华电和国电集团剩余资产的赢利能力较其余集团略高。

第55节：电力行业：资产重组风起云涌(4)

地方企业差别较大：从样本中的9家地方集团来看，上市公司资产占比在3%~49%，净利润占比则在2%~117%，差异较大；其中豫能控股、京能热电、川投能源、赣能股份及通宝能源未上市部分资产比例较高，而豫能控股、川投能源、京能热电、建投能源及粤电力未上市部分赢利占比相对较大。

从股东结构上看，我们认为具有如下特点的公司进行资本运作的概率更大。

大股东"一股独大"：单一的大股东结构有利于减少股东间对于公司发展定位不同造成的摩擦，其资产注入决策更为简单，目前电力上市公司绝大多数是此类，仅有如漳泽电力、长源电力等公司前两大股东股权比例相差较小，且大股东持股比例并未达到绝对控股。

大股东资产负债率较高：对于资产负债率较高的大股东，其通过资产注入进行变现从而降低资产负债率的动力更强，此类公司如五大集团下属企业及赣能股份、内蒙古华电及川投能源。

未上市资产规模及赢利能力较下属龙头企业比例高：此类公司未上市资产可供选择的余地较大，注入后业绩增厚的可能性也较大，此类公司在地方企业中更多。

电价理论上仍应上调

2009年4月，国家能源局副局长孙勤先后赴五大发电集团公司进行调研，此间五大集团提出的建议主要有：尽快启动"十二五"电力发展规划编制工作，指导我国电力建设；调整电力结构，鼓励清洁能源发展，加快核准"上大压小"项目，出台相关扶持政策；深化电力体制改革，适时启动煤电联动，解决燃煤发电亏损问题；允许华能、大唐、国电、华电集团控股投资核电项目，实现投资主体多元化，加快核电建设；向企业注入资本金、减免税收等。对此，我们的看法如下：

电价理论上仍应上调：第一季度发电企业虽整体扭亏，但区域差别显著，山西及东北等地火电受制于上网电价较低、煤价被行政垄断所操纵等仍处亏损状态，企业徘徊在亏损边缘，显示上网电价仍应上调；电网企业则首次全行业亏损，2008年8月单向上调上网电价0.02元/kWh及负荷的下降是主要原因，按目前情况推算电网全年亏损或超400亿元，因此销售电价也应上调至少0.02元/kWh。

短期电价上调有压力：煤电谈判僵局仍未化解，上网电价调整测算具有一定难度；目前宏观形势仍不明朗，上调销售电价对下游行业复苏造成的影响难以估计，这两点均使得短期内电价上调具有较大难度。

对煤价进行适当干预或对电力企业进行财政扶持仍有可能：目前火电赢利出现明显的区域分化，部分优秀公司面临由于政策性因素导致的连续两年亏损，并可能因此被ST；销售电价不到位引发的亏损也使得电网遭遇投资资金紧张困境，甚至可能出现资金链问题。从此角度观察，在短期电价调整有难度的情况下，政府部门对煤价进行适当干预或对电企进行补贴及税收减免仍有可能。

第56节：电力行业：资产重组风起云涌(5)

新能源改变的不仅是发电

对于电力规划而言，未来电源结构的调整将成为重中之重，降低常规火电比例，提高水电、风电等清洁能源比例将是大势所趋，按2020年全国装机15亿kW目标，我们预测各类电源的可能调整方向如下：

火电：由"优化发展火电"调整为"积极推进电力工业上大压小，加速淘汰落后产能"，原则上不再批准300MW以下火电，国家核准的大型火电机组总量也将严格控制，关停机组单机规模可能扩大至200MW；预计到2020年火电装机约9亿kW，占比降至60%。

水电：由"有序开发水电"调整为"积极推进水电开发"，重点开发金沙江、黄河中上游、怒江等，做好开发雅鲁藏布江拐弯处的准备；预计到2020年水电装机约3亿kW，占比超过20%。

核电：由"适度发展"调整为"积极发展"，最近又调整为"大力发展"，加强沿海核电发展，科学规划内陆地区核电建设，打破核电投资主体单一的问题，实行投资主体多元化；预计到2020年核电装机超过7000万kW，占比达到5%以上。

可再生能源：由"大力发展可再生能源"调整为"加快风电、太阳能发电和热电联产等清洁高效能源的建设"，重点建设甘肃河西走廊、苏北沿海和内蒙古三个千万千瓦级的大风场；争取到2020年风电装机达到1亿kW，使我国除水电以外的可再生能源，比重提高到6%以上。

图1：2020年全国装机构成预测

资料来源：中电联，中信证券研究部

对于未来增长迅猛的新能源发电而言，由于目前电价机制尚未到位，因此除水电及核电外，发电企业投资风电及太阳能等新能源发电的回报相对较低，短期内对公司业绩贡献很小。

需要特别指出的是，新能源占比提高改变的不仅仅是电源结构，而且也对我国集中式的电源分布提出挑战，由于常规电网所能承受风电等波动较大的新能源比例大多在10%左右，因此新能源的大规模开发势必意味着电源由集中式向分布式的转变，与之相对应的电网结构也或将由远距离输电为主向兼顾分布式方向发展；同时，随着电动汽车等新兴事物的逐步推广也使传统的电力销售遇到问题，电网的智能化方向逐步被越来越多的业内人士所接受。

相对发电企业而言，新能源领域今后几年的大规模投资将给电力设备企业带来更为明确的收益。

滞胀过后行业相对价值显现

2009年前2个月，板块总体走势与大盘基本持平；3月后随着大盘走势强劲，市场开始追逐煤炭、有色金属、房地产及新能源等热门行业，Beta较低的电力受到冷遇，走势开始明显弱于大盘，1~5月份总体来看，落后大盘约24个百分点。

第57节：电力行业：资产重组风起云涌(6)

5月份以来，电力板块A-H股的价差变动不大，华能、华电及大唐的当月平均价差分别为71%、177%和122%（与4月份的70%、188%和119%基本持平），6月初分别为53%、128%和95%，均低于2007年来均值水平（62%、145%和147%）。

从基金配置来看，第一季度板块权重受走势较弱影响有所下降，占基金股票投资比例与2008年第四季度基本持平在3.0%，相对配置有所提高，但仍连续13个季度保持在"低配"水平。我们坚持认为，电力是典型的逆周期表现行业，2008年一季度是基金配置的最低点，今后随着宏观经济大幅度调整，从低配、标配到超配的行情将可能再次上演。

从目前A股市场各行业的平均静态P/B水平来看，电力生产行业2.7倍的P/B低于全市场的平均水平（3.9倍），但除长江电力等水电外的火电P/B则为2.2倍，处于全市场最低水平。

从板块静态P/B历史走势来看，目前2.2倍的水平基本与2006年来中值（2.1倍）基本一致；相对沪深300静态P/B比值0.67，也基本与2006年来平均水平（0.68）相一致。

维持行业"强于大市"，关注业绩超预期和事件驱动性机会

第一季度总体扭亏的事实印证了我们此前反复强调的火电业绩2008年第四季度触底后回升的判断，从主要公司入账煤价来看均相对保守，业绩逐季走高仍可期待。我们继续坚持"金融危机导致煤价、运费和利息同比大降，远抵利用小时下跌负面，火电毛利逆势走高，行业赢利进入逆周期表现期"的观点。

近期大盘走势较强，行业表现则较为平淡，由此使得板块相对估值继续降低，考虑到行业基本面走好的确定性趋势，我们继续维持行业"强于大市"的投资评级。鉴于大部分火电公司借2008年亏损之际包

袱清理比较干净，虽然目前市场对煤价等因素仍有分歧，但地处东部的电厂业绩已经走好，个别公司业绩甚至可能超预期表现。

此外，电价梳理、资产注入、借壳上市等事件驱动的投资机会也会大量涌现，我们根据公司的不同类型给出如下建议投资组合：

业绩对煤价敏感度高，业绩确定性回升：华能国际、华电国际；
煤价、运费双降下的沿海电厂赢利迅速恢复：穗恒运、宝新能源；

水火搭配，长期价值突出，资产注入预期强：国电电力。

投资风险则在于：煤价仍是短期影响行业赢利的最大变数；宏观经济特别是高耗能产业增速低于预期，使得公司业绩预测面临下调风险；宏观形势波动剧烈，导致可预测周期较短，准确度降低。

金贴士

中信证券电力个股重点推荐国电电力（600795）与穗恒运（000531），前者电源结构、产业布局合理，资产注入值得期待；后者则因为干扰因素消除，2009年高赢利重现。

第58节：电力行业：资产重组风起云涌(7)

国电电力是电源结构、产业布局合理的国电旗舰公司，参股电厂投资收益将成为2009年赢利回升主要来源，2011年水电、煤炭投资进入收获期，届时公司业绩将迎来跨越式增长。

2008年，国电集团可控装机突破700000MW，未上市部分装机和发电量分别相当于公司的3.9倍和3.8倍，作为集团旗舰上市公司，2010年5月权证行权（行权价7.50元）在即，2009年年底资产进一步注入仍值得期待。

保守预计2009～2011年EPS分别为0.26元、0.29元和0.39元，对应P/E分别为25.3倍、23.0倍和16.7倍。给予其主营业务2009年30倍的合理估值，对应7.8元，并考虑所持金融资产对应每股价值约0.4元，公司目标价位应在8.2元以上，提高至"买入"评级。

穗恒运是装机近年翻倍增长的小型区域发电企业，公司以往赢利能力一直很强且较为稳定，2009年沿海电煤下跌有助于赢利能力的迅速恢复，永久输出线在3月动工建设也将消除其送出瓶颈，从而使得2008年来的装机翻倍增长在效益上体现，并推动公司高赢利在2009年重现。同时，穗恒运还参股广州证券。

维持"买入"评级。保守考虑广州证券每年为公司带来投资收益0.10元，预计2009～2011年EPS分别为0.73元、0.76元和0.79元，对应P/E分别为14.8倍、14.2倍和13.7倍。给予公司电力业务2009年18倍合理估值（11.3元），参股证券业务20倍合理估值（2.0元），总体合理水平应在13.3元，维持公司"买入"评级。

分析师简介

杨治山：复旦大学经济学硕士，从业12年。中信证券电力及公用事业分析师。曾任南方证券研究所电力、煤炭行业研究部经理，国信证券研究部联席主管（研究总监）、电力行业首席分析师。2007年、2008年连续两届《证券市场周刊》最佳卖方分析师"水晶球奖"电力、

煤气及水等公用事业行业第一名。杨治山具有鲜明的研究特色，是业界从业时间最长的电力分析师之一，经验丰富、业务能力广泛、分析深入、见解独到。2009年以来的重要报告有《火电超预期，区域有分化》、《迎接电煤买方时代》、《迎接火电的春天！》等。

机构点评

在新能源发电如火如荼之时，传统的火电、水电股还有投资价值吗？

杨治山的回答是，由于目前电价机制尚未到位，除了水电及核电外，发电企业投资风电及太阳能等新能源发电的回报仍相对较低，短期内对相关公司业绩贡献很小。

同时，杨治山特别指出，新能源占比提高改变的不仅仅是电源结构，而且也对我国集中式的电源分布提出挑战，相对发电企业而言，新能源领域今后几年的大规模投资将给电力设备企业带来更为明确的收益。

有别于业内，报告中，杨治山提出了火电的逆周期特性，这对指导投资具有很大的帮助。如果历史能够重演，那么本轮金融危机使得中国经济在2008年下半年开始大幅下滑，由此导致的煤价、利率等因素下降与1997年亚洲金融危机后情形如出一辙，这意味着今后几年国内火电也将延续上轮周期的赢利恢复过程。买入火电股应该是个不错的投资选择。

在从基本面分析电力股投资价值的同时，杨治山还从基金的机构行为提出投资建议，认为2008年第一季度是基金配置的最低点，随着宏观经济大幅度调整，从低配、标配到超配的行情将可能再次上演。

事实上，电力股也正在按照杨治山的逻辑演绎，在上证综指突破3000点后，滞胀后相对较低的估值使得投资价值更为凸显。

第59节：石油行业：瞭望行业复苏(1)

第十篇 石油行业：瞭望行业复苏

需求下降和产能供应过剩博弈将使世界石化行业进入新一轮调整期。长期看，全行业供需紧平衡的基本态势没有发生根本性改变。金融危机的爆发使国内公司面临挑战，更带来机遇。由于资产价格下降，油气公司可以实施"走出去"战略；可以利用国家政策支持，调整行业产能格局。经过本轮调整，我国的石油石化企业将更具竞争力和投资吸引力。

--中信证券石油行业首席分析师：殷孝东

投资要点

中国有望成为世界油气行业亮点。2009年中国油气行业将保持发展势头，随着西气东输二线等重大项目加快推进，中国将进入又一个能源基础设施投资建设高峰期；行业"引进来"和"走出去"都将迎来新的发展机遇，天然气合作将进一步加快，我国油气行业有望成为未来几年全球油气行业中的一大亮点。

行业政策调整提升国内企业竞争力。2009年，需求下降和产能供应过剩博弈将使世界石化行业进入新一轮调整期。长期看，全行业供需紧平衡的基本态势没有发生根本性改变。金融危机的爆发使国内公司面临挑战，更带来机遇。由于资产价格下降，油气公司可以实施"走出去"战略；可以利用国家政策支持，调整行业产能格局。经过本轮调整，我国的石油石化企业将更具竞争力和投资吸引力。

石化行业第二季度明显反弹。第一季度以来，石化行业在经历了2008年第四季度的低谷后，产品价格开始反弹，炼厂开工率及炼油毛利双升，主要油气上市公司股价也随之上涨，国内石化行业已经开始复苏。虽然原油价格上涨的背后有金融等非基本面因素影响，但在全球经济预期向好的背景下，油价长期上行的趋势是确定的。

历史上石化周期有三大特点：

第60节：石油行业：瞭望行业复苏(2)

一是产品价格走势基本与行业周期一致。随着行业复苏，各类产品价格-原料的价差依次扩大：基础原材料→成品油→合成纤维→合成塑料。

二是油公司赢利跟随油价，最佳赢利时期在油价高点之后出现；炼油和化工企业赢利高点出现在油价高点之前。

三是在油价和行业低迷时，市场给予油公司和炼油企业的估值相对较高，随着油价和景气指数的上升，估值水平下降。

作为我国油气行业的龙头企业，中国石油、中国石化都将在此轮周期的调整中受益。"走出去"战略将帮助两大企业占领更多的上游资源；行业振兴规划将为企业解决炼油和化工技术以及产能落后问题，进一步提高行业集中度、企业生产效率和竞争力；在价格领域进行的制度改革将理顺产业链各部分关系。

风险因素：宏观环境恢复速度低于预期；国际油价大幅飙升。

行业调整提升大石化企业竞争力

2008年，全球金融危机拖累世界经济增速放缓，世界石油需求出现了自1983年以来的首次负增长。世界油气储产量稳步增长，但勘探开发成本快速增长极大冲抵了上游投资。炼油业结构调整继续深入，世界主要地区炼油装置开工率和炼油毛利急剧下降。天然气继续保持快速发展势头，主要市场天然气价格大幅上扬，地缘政治和安全供应问题凸显。国际大石油公司净利润呈先高后低态势，储产量继续下滑，投资和成本继续上升。

2009年，在需求下降和产能供应过剩博弈的格局下，世界石油石化行业将进入新一轮调整期。规模扩张快、出现财务危机的独立石油公司可能成为大公司的收购对象。高成本石油勘探开发项目投资将受到影响。大量新增炼油能力投产和石油需求大幅减少将导致炼厂开工率进一步下降。

从长期看，全行业供需紧平衡的基本态势没有发生根本性改变。上游仍是行业发展的重点，战略性勘探开发项目将继续推进。

回到国内，金融危机的爆发使国内油气公司面临挑战，更带来了机遇。由于金融危机带来资产价格下降，油气公司可以利用前几年发展的成果和丰厚的资金实力，实施"走出去"战略，收购战略性资源；还可以利用国家政策支持，调整由于长期疲于满足国内快速增长的需求而没有得到合理规划的行业格局，为未来发展做好规划。经过本轮的调整，我国的石化企业将更具活力、竞争力和投资吸引力。

作为我国油气行业的龙头企业，中国石油、中国石化和中国海油都将在此轮行业周期的调整中受益。中国石油和中国石化在海外并购方面意图明显，"走出去"的战略将帮助企业占领更多的上游资源，稳固基础；而行业振兴规划将帮助企业整合资源，为企业解决长期困扰炼油和化工业务的技术和产能落后问题，进一步提高行业集中度和企业生产效率和竞争力；在价格领域进行的广泛的制度改革将理顺产业链条各部分的利益关系，为企业未来参与国际化竞争扫清道路。

第61节：石油行业：瞭望行业复苏(3)

石化行业二季度明显反弹

2009年第一季度以来，石化行业在经历了2008年第四季度的低谷后，产品价格开始反弹。国际油价从2009年2月份的35美元/桶左右反弹到6月初的65美元/桶以上，涨幅在85%，特别是5月份，国际油价上涨29.7%，创下10年来最高单月涨幅。虽然原油价格上涨的背后仍然有诸如金融因素在作祟，但预期是好的。在信心提高、预期向好的背景下，虽然油价的短期基本面有压力，但长期上涨是肯定的。

此外，美国天然气价格结束跌势，环比上升（5月份上涨13.6%）。除了美国以外的其他主要天然气市场如欧洲、俄罗斯，由于天然气供应地缘政治和供不应求的问题，价格维持相对高位，导致俄罗斯出口量和欧洲的消费量下降。

随着原油价格和其他替代燃料价格的升高，天然气消费量会重拾升势。进入交通及运输旺季后，成品油价格跟随油价强势反弹，其他大宗化工原料产品5月则微跌，但已经比最低点上涨了40%~65%。

国际上，美国成品油消费下降速度从4月份开始放缓，原油加工量上升，炼厂开工率也恢复到84%以上。由于炼化产品价差扩大，全球各地区炼油毛利全部反弹，4月份全球各地区炼厂的炼油毛利平均提高1.51美元/桶；而在国内，回升的信号出现得更早，成品油消费量和炼厂开工率2月份就出现了回升。未来一段时间内，由于全球炼油产能规模扩大化，炼油行业集中度提高，产能过剩已成事实。短期内全球炼油毛利将结束黄金十年的高毛利时代，在较低的毛利区间运行。

IEA（国际能源署）预测，非OPEC国家尽管有如美国的雷玛项目（25万桶/日）的新产能投放，但油田自然衰减将拖累供应能力，主要的剩余产能仍将来自OPEC。2009年3月份，OPEC剩余产能为653万桶/日，到2010年还将新增300万桶/日产能（沙特5月投产的胡赖斯油田拥

有120万桶/日产能)。短期(1~2年内)来看,原油市场的供给相对富裕。

根据EIA(美国能源信息部)预测,全球2009/2010年原油需求分别为83.7万桶/日及84.4百万桶/日,比2008年下降170万桶/日和100万桶/日,原油短期供给过剩的格局已经确立。

作为资源品,石油及石油产品的生产在多数国家都垄断在少数企业手中,产量的释放可以通过行业组织来调控;美元以及全球资金流动性增加都可能导致价格上涨,从而无法正确反映基本面供需变化。

2009年,我国能源需求将放缓。据中国国家能源局发布的《中国能源发展报告2009》预计:2009年中国原油净进口量较上年增长6.2%,主要是贷款换石油方式新增的进口量,以及为原油储备库进口原油。2009年中国的石油表观消费量预计将较上年增长3.8%(约合1481万吨),原油表观消费量或将增长3.9%(约1421万吨)。2008年,我国石油表观消费量增速为6.5%,原油表观消费量增速为5.1%。

第62节：石油行业：瞭望行业复苏(4)

在"十一五"炼油产能规划以及"石化振兴规划"的推动下，近两年我国炼油产能快速增加，炼油平均规模扩大，产能布局进一步合理化。但是在当前需求增速放缓的背景下，国内炼油产能过剩的问题突出。

2008年，我国成品油表观消费量增长11.9%，达到21508万吨，增长速度远高于2000~2007年的平均增速。2008年，我国加工原油3.4亿吨左右，原油加工能力4.2亿吨，生产成品油2.1亿吨，成品油基本自给自足。

产能方面，2008年中国石化共增加炼油能力1450万吨，这些项目都在2008年下半年投产；2009年，还将新增3100万吨的能力，两年合计增加炼油能力4550万吨，按照83%（历史平均水平）的开工率，近两年新增的有效产能为3777万吨。

根据2009年炼厂新建和扩建项目的情况，估计2009年炼油能力将达到4.5亿吨，有效加工能力约4.3亿吨，从而使得成品油供应能力保守可以达到2.45亿吨（考虑近几年的成品油产率和炼厂检修经验）。

需求方面，在我国GDP保持8%增长的前提下，根据成品油消费弹性系数，我们预计2009年，国内成品油消费增速将降到3.5%左右（增量部分约合753万吨），达到2.22亿吨，从而使得炼油能力过剩2300万吨。

炼油和乙烯产能在中东和亚洲地区的大量建设或投产，恰逢金融危机拖累需求。供给的增加和需求的减少使供给过剩更加严重。随着新产能的投放，行业开工率降低，平均利润空间缩小在所难免。

乙烯产量代表一个国家的工业水平，是石化行业景气度的风向标。2008年我国乙烯产量1025万吨，同比下降2.1%，进口72.12万吨，乙烯表观消费量1098万吨，同比下降0.8%，乙烯单项产品对外依存度

较低。但按照2007年的数据，乙烯产品折算当量消费量为2112万吨，对外依存度较高，达到48.7%。

未来石化行业三大合成材料将面临新挑战，一方面是受金融危机影响，市场需求萎缩；另一方面是中东石化产业发展较快，将对我国市场产生较大冲击，产品将面临低价格竞争的局面。

行业已触底，未来行业的走向取决于供和需两个方面，在本轮的周期中，由于短期供给的过剩，需求的恢复高度和速度显得尤为重要。当需求增加将产能过剩的缺口补上之后，行业将重新进入周期的景气上升通道。从长期看，全行业供需紧平衡的基本态势没有发生根本性改变。上游仍是行业发展的重点，战略性勘探开发项目将继续推进。

对原油价格，我们维持2009年WTI均价57美元/桶的判断，全年的最高点将出现在第二、三季度，高点可能在80美元/桶左右，美元汇率的走势左右短期的油价走势。2010年将随着经济的恢复逐步走高，均价在55~70美元/桶的区间，这一区间有利于经济的恢复。

第63节：石油行业：瞭望行业复苏(5)

国内油气行业有望成为全球亮点

2009年，中国油气行业在全球行业调整的过程中仍将保持发展的势头，与此同时，以政府和龙头企业为主导的行业发展模式的转变，将进一步提高企业的竞争力，我国油气行业在世界石油市场中的地位将更加重要，有望成为未来几年全球油气市场中的一大亮点。

首先，能源基础设施建设是我国政府刺激经济政策的投资重点之一，随着西气东输二线等一批重要的油气管道和储备设施项目的加快推进，中国将进入又一个能源基础设施建设投资高峰期。此外，一批新的炼化项目和改扩建项目将陆续开工投产，LNG接收终端加快建设，陆上天然气、煤层气和海上油气开发将进入新的发展阶段。

其次，中国油气行业"引进来"和"走出去"都将迎来新的发展机遇。国内油气资源勘探开发对外合作将明显增强，天然气合作将进一步加快。能源基础设施的高强度投资为国际资本提供了新机遇。相对于低迷的世界石油市场，快速发展的中国石油市场对外资的巨大吸引力更加凸显，国内对外合作将可能出现新的突破。

未来一个阶段内，我国石化行业转变转型的亮点将集中在四个方面：

- 一是传统石化行业内部格局的调整；
- 二是天然气行业的快速发展和产业制度调整；
- 三是国内企业"走出去"并购及国际合作战略的探索和发展；
- 四是新的替代燃料的发展。

《石化产业振兴规划》明确要求经过三年调整和振兴，到2011年，石化产业达到"产业结构趋于合理，发展方式明显转变，综合实力显著提高"的目标。行业分布格局的转变，将提高企业管理效率，节约成本和能源的消耗，提高企业竞争力，更提升大类石化资产的配置吸引力。

随着新建的几个千万吨炼油和百万吨级乙烯项目的陆续投产，等量替代的小产能的淘汰变得可行，行业格局的转变正处在"拐点"来临之前的位置。此外，国内炼油行业竞争主体多元化趋势明显，中海油、中国化工和民营油企对国内炼油产品的市场影响力正在加大。

在成品油销售领域，国有企业、地方企业和外资共存的多元化的格局已经初步形成。除了中石油、中石化外，从2009年开始，中海油（惠州炼厂）、中化集团（泉州炼厂）也加入南方成品油销售市场的竞争中。

世界天然气继续保持快速发展势头，2008年世界天然气消费预计达2.99万亿m³，增长约2.4%。其中非洲、亚太、中东地区天然气消费增长突出，年均增长率近5%。天然气管道建设明显提速，2008年世界天然气管道投资预计达238.3亿美元，增长19%。北美、东欧和前苏联、亚洲等地区是管道投资的重点，分别占全球总量的28%、24%和21%。随着LNG贸易的快速增长，全球天然气液化能力明显提高，2008年年底达约2.04亿吨。

第64节：石油行业：瞭望行业复苏(6)

在国内，西气东输、川气东送输气管道及大连、福建等地LNG接收站的建设及投产，成为2009~2010年我国能源事业的重中之重。此外，随着天然气价格机制改革的展开，天然气产业链条上各利益体的关系将理顺，天然气行业在我国将"大展宏图"。

近年来，随着石油价格的上升和环境压力的增加，全球可再生能源的开发利用速度加快。有关国家大幅提高生物燃料的发展目标，加大政策支持力度，推动燃料乙醇产能不断扩大，产量迅速增长。美国和欧盟在这方面的投资约占全球的70%。2008年巴西燃料乙醇日产量达到274亿升，并开始利用乙醇生产有机化工产品替代石化产品。

美国从1992年开始鼓励替代燃料的使用，2007年12月美国国会通过《2007能源自立与安全法》，强制规定到2022年可再生燃料产量指标要达到360亿加仑，其中60%要来自纤维素乙醇等生物燃料。欧洲的生物柴油已占成品油市场的5%以上。欧洲议会免除生物柴油90%的税收，促进了生物柴油产业的快速发展。在国外，生物燃料已经向产业化的方向快速前进了。

替代燃料在我国尚处于起步阶段，近期国家标准委员会批准车用甲醇的标准，该标准将于2009年11月1日实施；而第二代生物柴油尚处于研发阶段。我们相信，如果明确方向，健康发展，生物燃料行业将会在我国创造内需市场、提供就业、替代石油、改善环境等方面发挥重要作用。

新旧模式结合，能源"安全"新解

随着我国石油对外依存度的逐年提升，能源安全问题凸显。而在此当中，油、气又是我国能源安全问题的根本。因此，油气进口来源的多元化是我国未来能源行业要持续做的事情。

1998年，因亚洲金融危机而引发的经济下滑，促发了石油石化行业的历史性大重组，导致了BP、埃克森美孚等几个超级石油公司的产

生。2009~2010年，在金融危机的严重冲击下，如果油价长期保持低位，一些规模扩张快、债务压力大、资金明显紧张的独立石油公司很可能出现财务危机，成为大公司的收购对象。

国家石油公司可能成为新一轮参与并购的活跃群体，也不排除为抱团取暖，发挥协同优势，出现强强联合型的新组合。中国石油企业正处于加快国际化发展进程中，将在这一轮石油行业整合潮中扮演重要的收购者角色。

作为国内龙头的两大油公司，纷纷提出了"走出去"的收购战略。两公司董事长也分别表示在中亚、中东、非洲等地区都在洽谈资源收购，收购的标的主要还是集中在上游资源。

此外，结合我国外汇储备丰富的实际情况，2009年发展了全新的油气贸易模式：贷款换石油，这种方式目前已经发展成为我国油气企业获得资源的新的有效的方式。贷款换石油的方式符合国家的能源战略，对于实现油气进口多元化，增强能源进口安全，意义重大。

第65节：石油行业：瞭望行业复苏(7)

从历史看石化周期波动特征

1975年至今，石化行业经历了五个波动周期，前四个周期每个都持续了8~10年，峰值分别出现在1979年、1988年、1995年和2005年。2005年这轮周期与前几次不同：石化行业赢利指数到达顶点后，并没有经历长期的盘整（前三期分别经历了9、7、10年的盘整），而是在半年的盘整后，2007年再次冲上小高峰，景气时间持续4年，直到美国金融危机的爆发。

原油生产的产品中，作为交通运输及工业燃料用的成品油，及作为大宗化工原料的乙烯和三大合成材料是最重要的产品。由此衍生出诸多的化工产品，应用到我们生活的方方面面中。这些主要石油产品如"乙烯/石脑油"价差指标，体现了从原油开始的石化行业各个部分的赢利能力，从而可以作为判断行业景气度的先导指标。

从2002~2008年的行业周期总结，产品价格走势基本与行业周期走势一致。随着行业景气复苏，各类产品价格与原料的价差扩大的顺序依次是：基础原材料→成品油→合成纤维→合成塑料。

在行业复苏过程中，产品价格上涨、需求量增加使企业赢利情况好转。在石化产业链上，从上游勘探开发到原油加工，到石化原材料生产，以及油气田服务提供商，随着行业景气度的逐渐恢复，它们的赢利变化情况也有时间上的差异。

从2002~2008年的行业周期总结，油公司赢利跟随油价走势，最佳赢利时期在油价高点之后出现；而油服公司赢利走势与油价基本吻合；炼油和化工企业的赢利高点出现在油价高点出现之前。

由于产业链上各类企业的赢利恢复情况有快慢，加上企业利润空间的不同，抗周期性能力的不同，历史上，资本市场给予它们的估值和关注度也非常不同。

总结来说，在油价和行业景气低迷的时候，市场给予油公司和炼油企业的估值是相对较高的，随着油价和景气指数的上升，由于赢利提高，估值水平也相应降下来；而对于油服公司和化工公司企业，在行业景气上升初期，企业估值波动较大，并提升到一定水平，随后估值水平保持稳定。

截至6月初，全球主要上游油气公司2009/2010年的PE平均值为17.77/12.61，与在油价较低的环境下，油气公司往往具有高于正常水平（10~15）的估值水平的结论相符，我国油气公司中，中石化的估值相对较低，主要是由于它拥有更多的炼油能力；EV/EBITDA倍数方面，中国石油高于国际平均水平。此外，我国油气公司的平均PB与国际基本相符，但中海油较高，中石化较低。

由于PB估值中净资产可能由于会计准则的差别而包含了不同的种类和含义，因此我们更多地参考PE和EV/EBITDA的估值方式来对油公司进行相对估值的评价。此外，油气储量的期权估值方式是寻找油公司的估值底线的可选。

第66节：石油行业：瞭望行业复苏(8)

我们分别以原油价格（WTI）在40～90美元/桶期间为例，对石油开采类和炼油类公司做业绩敏感性测试。

从以上的数据测算来看，在油价上升至60美元以后，对中国石油的业绩敏感度增强，成品油价格调整给公司带来的正效应开始增加。特别是在80美元的油价上，两大公司业绩进入最佳区间。若油价继续上升，对中国石化的边际贡献减弱，对中国石油继续正贡献。因此，油价<60美元，优先关注中石化；油价>60美元，优先关注中石油。

石化产业调整及振兴规划细则对行业的长远规划及产业发展提出说明，大型的石油化工企业的发展将得到政策上的扶持。由于石化产能具有投资大、建设周期长的特点，需求和产能匹配的差异长期存在。往往在经济运行的景气时期，产能的供给难以满足快速增长的需求。

在经济调整的低迷期，石化装置大部分采用降低负荷的方法度过经济的低迷期，石化行业的周期性特征得以体现。目前的经济低迷一方面可以为产业调整提供有利时机，同时也将迎来石化产业改变粗放发展模式的有利时机，石化大类资产的配置吸引力将提高。

表1：中国石油业绩对油价的敏感性分析

中国石油业务 业绩分析									
WTI原油期货均价(美元/桶)	40	50	60	70	75	80	85	90	
中国石油原油实现价格（美元/桶）	35	45	53	63	68	73	78	83	
税后利润（亿元）（未执行定价机制）	331	845	1178	1532	1767				
	1720	1083	921						
税后利润（亿元）（执行定价机制）	539	1007	1340	1649	1793				
	1768	1885	1881						
业绩判断（元/股）（未执行定价机制）	0.18	0.46	0.64	0.84	0.97				
	0.94	0.59	0.50						

业绩判断（元/股）（执行定价机制） 0.29 0.55 0.73 0.90 0.98 0.97
1.03 1.03

注：在政府执行新的定价机制后，假设炼油业务的净利润维持在100～150元/吨的水平，对应的炼油毛利在6～8美元/桶之间。

表2：中国石化业绩对油价的敏感性分析

中国石化业务 业绩分析

WTI原油期货均价（美元/桶） 40 50 60 70 75 80 85 90

中国石化原油实现价格（美元/桶） 35 45 50 60 65 70 75 80

税后利润（亿元）（未执行定价机制） 184 343 520 610 697 657
53 -265
税后利润（亿元）（执行定价机制） 304 441 554 644 731 783 771
776

业绩判断（元/股）（未执行定价机制） 0.21 0.40 0.60 0.70 0.80
0.76 0.06 -0.31

业绩判断（元/股）（执行定价机制） 0.35 0.51 0.64 0.74 0.84 0.90
0.89 0.89

第67节：石油行业：瞭望行业复苏(9)

分析师简介

殷孝东：北航硕士，2003年进入中信证券研究部，石油行业分析师，从业8年。最新报告有《石油石化：油价行业投资的风向标》（2009年1月）。

机构点评

石油太重要了，油价太重要了。前者的重要是对经济发展而言，后者的重要是对投资者进行方向判断而言。就在全世界经济学家一片愁云惨雾的时候，从3月份至6月份，国际油价悄然脱离底部，从2月份的35美元/桶左右反弹到6月初的65美元/桶左右，涨幅在85%，特别是5月份，国际油价上涨29.7%，创下10年来最高单月涨幅。

紧接着油价反弹的，是投资者的预期修正、决策重估与对象再遴选，因为油价走势牵一发而动全身。中信证券研究所研究员殷孝东给投资者提供了一个选股路线图："随着行业复苏，各类产品价格-原料的价差依次扩大：基础原材料→成品油→合成纤维→合成塑料。"

此外，作为资深的石油石化行业研究员，他还观察并总结了两个规律：

一是油公司赢利跟随油价，最佳赢利时期在油价高点之后出现；炼油和化工企业赢利高点出现在油价高点之前；

二是在油价和行业低迷时，市场给予油公司和炼油企业的估值相对较高，随着油价和景气指数的上升，估值水平下降。这两个结论对投资者来说，无疑是非常珍贵而重要的。

第68节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(1)

第十一篇 纺织服装：拐点明朗，弹性较小

虽然低迷的国际需求短期还难以改变，并拖累行业复苏的进程，但出台的一系列行业扶持政策无论从短期到长期，从实质优惠、行业信心到发展方向都对行业的改善有积极意义，行业底部有可能在政策的作用下得到确立。

--中信证券纺织和服饰行业首席分析师：李鑫

受美国次级债引发的全球经济危机影响，中国纺织服装出口额增速从2008年4月开始明显放缓，2009年第一季度增幅仅为-9.08%，同时国内服装零售额增速也回落至15.18%。2009年1~2月全行业收入同比增长1.33%，增速环比2008年1~11月下降12.46个百分点，利润总额同比增长-11.01%，增速环比2008年1~11月下降9.24个百分点。

在国内外需求低迷，行业运行探底的背景下，行业政策开始密集出台：出口退税率四次上调5个百分点至16%；出台《纺织工业调整和振兴规划》以及后期仍在完善的规划细则。出口企业订单回暖，生产恢复。而美国经济显现的曙光进一步提振了需求预期，使出口的改善更加确定。第四季度国内服装零售额增速有望高于前三季度，国内服装消费也将出现企稳回升。行业底部逐步夯实，拐点将现。

出口明显反弹，但仍处于底部

2008年行业出口额增速前高后低：从2008年4月开始出现放缓，全年仅实现8%增长。2009年以来行业出口额增速跌宕起伏，既有2月-35.12%的大幅下落，又有3月2.85%的强劲反弹。3月份反弹使市场重拾对出口的信心并热情高涨，但4月-12.58%的增幅回调一定程度上打击了市场的预期。

目前行业出口的形势是"前途光明，但道路曲折"，估计出口底部震荡态势至少将持续至第三季度。

行业出口各分市场的数据显示：自2008年对欧洲出口的增速从高位回落后，2009年中国对各市场出口增速走势已基本一致，未出现此消彼长的明显分化。可见在外需旺盛时，出口各市场可体现不同弹性；但在外需低迷时，出口各市场则普遍遭受打击。

国内零售增幅回落，尚待企稳

2008年在雪灾、地震、经济衰退等一系列负面因素打击下，国内纺织服装零售额增速仍达25%。然而其高增长未能在2009年延续，第一季度国内纺织服装零售额增幅环比回落10个百分点至15.18%。与出口相比，纺织服装零售对经济危机的反应滞后6~9个月。

纺织服装零售额增速下滑源于量价双双走疲。零售价格方面，原料价格下降致使PPI走低，同时终端打折促销力度加大，两方面共同导致纺织品和服装RPI指数在2008年下半年出现了加速下降的走势。量的方面，降价短期虽能带动销量上升，但需求不振会使消费者逐渐失去价格敏感度。

全国大型百货商场销售数据显示：2008年三季度服装价格增幅的下降带动了销售数量增幅的上升，但四季度价格增幅回落已对销量增幅上升无明显作用。2009年一季度零售价格有所企稳，而销售数量增幅继续回落，引起零售额增幅的下降。

值得注意的是，刚性较强的女装和童装2009年第一季度也出现了销售数量的骤减，凸显出服装零售的低迷形势。

行业赢利自2001年来首现负增长

因出口和国内零售均表现欠佳，2008年1~11月行业收入同比增长13.79%，增速同比下滑8.68个百分点；利润总额同比增长-1.77%，增速同比下滑38.76个百分点。利润自2001年以来首次出现负增长。

2009年1~2月全行业收入同比增长1.33%，增速环比2008年1~11月下降12.46个百分点，利润总额同比增长-11.01%，增速环比2008年1~11月下降9.24个百分点。行业赢利探底。

行业赢利增速下降的原因除收入增长放缓外，毛利率及利润率下滑亦是主要因素。2008年1~11月，行业毛利率10.99%，同比下滑0.17个百分点；利润率3.45%，同比下滑0.52个百分点。2009年1~2月行业毛利率为10.95%，环比2008年1~11月下降0.04个百分点；利润率2.94%，环比2008年1~11月下降0.51个百分点。

第69节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(2)

行业政策密集出台

随着行业形势逐步恶化，行业扶持政策密集出台。2008年8月至2009年5月间，出口退税率四次上调5个百分点至16%；2009年2月《纺织工业调整和振兴计划》初稿明确了行业在国家经济中的重要地位，并指明行业长、短期发展方向，而随后的《纺织工业调整和振兴规划》的细则又对具体实施措施进一步细化。

虽然低迷的国际需求短期还难以改变，并拖累行业复苏的进程，但出台的一系列行业扶持政策无论从短期到长期，从实质优惠、行业信心到发展方向都对行业的改善有积极意义，行业底部有可能在政策的作用下得到确立。

具体来看，行业扶持政策中针对出口的政策，包括提高退税率、完善退税结转体系和出口信用保险政策等，其中提高出口退税率是对行业最有效的政策工具。以人民币兑美元汇率6.8和一般贸易比例70%测算，出口退税率提高1%，理论上行业增加利润总额88亿元，接近行业2008年利润总额的8%。虽然出口退税因企业下调出口价格而补贴给了外商，但出口企业也因此获得了更多的订单，从而保证了其开工率。

除了获得实质优惠，行业扶持政策还极大地提高了企业信心。首先，政策明确了行业"国民经济传统支柱产业"的地位，并对其就业及惠农地位给予肯定。其次，振兴规划细则中明确提出："2011年规模以上企业实现工业增加值12000亿元，年均增长10%，出口额2400亿美元，年均增长8%。"此目标高于市场预期，体现出国家保障行业增长的决心。

在保障行业短期稳定增长的同时，行业扶持政策亦对行业长期发展指明方向，即"在产业结构调整中逐步向国内市场转型"。国内纺织服装消费需求，尤其是农村市场消费被给予更多重视，鼓励"名品进名

店"、"名牌产品下乡"。产业结构调整主要包括产品结构调整和区域结构调整。产品结构调整通过淘汰落后产能（印染淘汰75亿米，约占20%，化纤淘汰200万吨，约占10%）、增加产业用纺织品比例、加强技术改造和自主品牌建设等实现，而区域结构调整则凸显了新疆的战略地位。

行业供给景气提升

扶持政策对行业的恶化起到减缓作用，而经济企稳则为拐点出现创造条件，行业层面亦体现出一些回暖的迹象。

纺织服装出口订单"批量小和周期短"的属性，赋予其"先行"特性，即行业出口可对外围经济较快反应。从2008年4月开始，行业出口早于全国出口出现增幅下滑。而从2009年起，行业出口表现开始明显好于全国平均水平。并且行业内部2009年以来服装出口好于纺织品，体现了经济对消费的影响由"下"至"上"的传导规律，也对后市整体转好有一定预示作用。

第70节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(3)

同样出口企业订单情况亦体现出乐观趋势。出口类龙头公司2009年3月后普遍出现了订单数量环比回升迹象，不少企业开工率已恢复至100%。而行业PMI指数中的出口类订单和新订单指数亦回升明显，尤其服装类两大指数已分别达到了51.6和60.6，高于50这一景气标杆水平。

订单数量回暖同时，龙头公司出口价格止跌企稳。我们对行业出口回暖过程的判断是，订单量恢复推动开工率上升，然后订单价格出现恢复及增长。但值得说明的是：目前行业出口数据中，服装出口价格的表现好于出口数量，与公司订单反映的情况有所不同，可能源于出口产品结构的调整，档次有所提升。

同时，国内零售也"稳中回升"。

中国服装消费正处于高增长阶段前期，因此服装零售增长相对刚性稳定。2009年一季度行业国内服装零售额增幅虽大幅回落，但累计增幅仍未低于15%。而多家体育用品公司经营表明：2009年一季度因终端折扣加大和单位面积销售数量增幅下降，同店增长普遍减速，但此情况已在4月开始好转。

我们判断，2009年第四季度国内服装零售额增速可能高于前三季度。主要理由是，体育用品公司2009年Q4订货会情况环比均有所好转，表明经销商的库存情况有所改善，同时对四季度的判断开始转为乐观。

纺织服装行业买方市场特征决定了供给完全取决于需求。2008年末至2009年初，需求低迷致使行业经历了较大幅度的去库存过程。1~2月产成品库存数据显示：纺织品库存同比增长仅为5.19%，库存资金占用率15.47%，为几年来较低水平；服装库存同比增长12.96%，库存资金占用率15.16%，因包含零售渠道的库存，去库存化进度相对较慢。

伴随去库存的完成和需求逐步企稳，行业产量显现回升：纱、布2月产量同比增幅大幅回升，分别达到21.2%和14.9%。服装产量1~4月同比增幅也达到3%。产量回升，带动纺织业和服装业新增固定资产投资环比逐步好转，至1~4月分别回升至0.83%和12.47%，增幅较一季度分别扩大5.32个和4.64个百分点。

去库存的完成、产量和投资回升，显示行业景气有所提升。同时PMI指数显示：2009年4月纺织与服装两子行业分别达到47.4和53.8，其中服装业已高出基准标杆3.8个点。

经济危机或成行业转折

以长远眼光看，本次全球经济危机可能成为中国纺织服装业的转折点。危机过后，中国纺织服装出口额增速可能进入个位数增长阶段。2008年中国纺织服装出口额已经达到1852亿美元，约占全球纺织服装贸易额的30%，第二位的印度仅为220亿~230亿美元，10%增速对应的绝对增量几乎相当于印度全年出口额的85%，客观上两位数高速增长恐难以持续；另一方面，经济危机使外向型经济所面临的风险进一步凸显，政府主观希望转变经济增长方式和外贸发展方式，使内需成为经济发展的新动力。

第71节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(4)

《纺织工业调整和振兴规划》对出口的总体方向是：巩固和开拓国际市场，保持出口份额基本稳定；数量目标是：2009~2011年行业出口年均增速8%，至2011年出口金额达到2400亿美元。

按我们对行业2009年出口增速为8%的预测，要达此目标，2010~2011年出口复合增长率要达到12.49%，预期增速不低。可以看出政府是希望在稳定出口的基础上，逐步调整产业结构，实现转型。为改善出口，不排除出口退税率继续提升1%至17%的可能。

但客观上中国出口仍面临需求低迷、成本上升的巨大压力，而规模、成本及产业链配套优势使中国的出口竞争力依旧稳固。未来5~10年中国出口仍能保持稳定增长，但增长速度可能进入个位数阶段，同时，内需贡献有望超过出口。

2003年之后，中国服装消费开始进入高速增长阶段。这个阶段的一个显著特征是，服装消费增长率远高于GDP增长率。美国在1989年人均GDP20000美元之前，服装类消费2~3倍于GDP增速，我们称之为美国服装消费的高速增长阶段。1989年之后，其服装类消费增速几乎与GDP增速相同，进入平稳增长阶段。

随着国际形势的恶化，出口对行业的拉动效应已呈减弱趋势，而国内需求将成为行业新的驱动力。行业收入构成中来自国内零售部分的占比将出现上升。2008年行业出口交货值占工业销售产值比例已经下降23%左右。根据我们的初步测算，2008年行业收入中出口与零售的比值已经由2000年的74：26变化为67：33。

若2009~2011年出口增速8%，2012年之后保持5%；国内零售2009年增长15%，2010年之后提高至20%，则粗略测算2015年国内纺织服装零售额将超过出口交货值，国内需求特别是农村市场的启动将成为行业增长的主要驱动因素。

2007年中国农村居民衣着类总支出1360亿元，占国内居民衣着类支出的18.58%，比例较低。2008年中国农村人口仍有7.2亿，加上二元经济结构造成的农村极低的消费基数，使得农村市场所蕴涵的增长潜力巨大。

农村市场的潜力可通过城市化进程和农村自身消费能力的增长来体现。随着国家对基础设施、卫生体育、教育文化、社会服务投入的加大，以及劳动就业的改善，中国的城市化进程仍将继续，由此产生的"新晋城市人口"将释放出巨大的购买力。2008年中国城市化率45.7%，10年内年均增幅1.23%。保守假设未来以0.5%的年增速持续，静态年新增城市人口664万人，年新增衣着消费600亿元左右。

另一方面，农村自身衣着消费能力近几年也不断提高，至2008年达到人均211.8元，8年CAGR 10.4%，但与城镇人均1166元的年衣着支出相比，差距仍达到5.5倍。政府在《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》中提出，到2020年，农村居民人均纯收入比2008年翻一番，即未来12年农村居民人均纯收入年CAGR为5.95%。收入的提高为农村的消费增长提供了经济保障，而社会福利、教育、医疗制度的改善也将提高农民的消费意愿。若未来农村人均衣着支出消费保持10%年增长，静态年新增衣着消费可达150亿元左右。

第72节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(5)

《纺织工业调整和振兴规划》也将目光投入到了农村市场，提出：积极开拓农村市场，增加对边远乡村的销售，便利农民消费；推进名牌产品下乡，促进农村购买力不够的品牌类服装的消费。

行业投资策略：把握出口的反转与零售的阶段性转折

2009年上半年，证券市场在流动性充裕与经济前景的不确定中逐步上行，主题投资活跃。纺织服装企业具有稳定的现金流和良好的地方政府资源，加上行业正处于低谷，促使许多上市公司开展多元业务，实施资产注入，带来主题投资机会。

至6月5日，行业总体收益65%，高出中标300指数11个百分点。2月、3月资金推动的概念类公司走强，对行业总体指数提升起到了至关重要的作用。

行业重点公司中，内销类公司的表现优于出口类。虽然出口类公司的股价曾受政策利好和3月行业出口数据超预期推升，但内销类公司相对确定的业绩增长成为其估值提升的基础。

随着行业底部逐步确立，出现拐点的时间渐趋明朗，行业投资重心有望向基本面回归。但考虑到行业弹性远小于周期性行业，相对于A股市场，我们仍维持行业"中性"评级。我们投资的策略为：重点把握行业反转对出口制造类公司估值的提升，阶段性把握内销类公司的价值波动。

行业收入仍以出口为主要来源，决定了行业复苏将以出口回升为序幕。出口类制造公司较高比例赋予其随行业反转的弹性。目前其平均估值为2009年EPS的15倍，处于相对较低的位置。

由于中国服装消费正处于高增长阶段前期，形成国内服装零售增长的刚性稳定。与出口相比，服装内销弹性较小，但其阶段性转折仍能带来投资机会：

一是2008年5月因地震因素基数较低，判断2009年5月服装零售同比增长数据将较为理想；

二是来自多家体育用品公司2009年Q4订货会的数据显示，第四季度国内服装零售增速可能高于前三季度。

另外，随着香港市场的强劲反弹，重点公司平均估值已达到2009年15倍PE，优质零售类公司有的已超过2009年PE20倍，A股市场服饰类公司的估值压力正逐步释放。

基于对中国经济和行业转型的乐观判断，长期看好立足于国内消费的内销型公司的增长潜力。

出口类公司业绩仍处于环比改善阶段，并有望在2009年第四季度或2010年第一季度出现同比回升。由于出口复苏仍存在一定的不确定性，需兼顾公司的出口弹性和业绩增长的确定性，公司推荐顺序为：伟星股份、瑞贝卡、航民股份、鲁泰A。内销类公司由于采取订货会制度，业绩增长相对确定，从估值和业绩超预期可能性的角度，推荐顺序为雅戈尔、七匹狼、美邦服饰和报喜鸟。

第73节：纺织服装：拐点明朗，弹性较小(6)

金贴士

雅戈尔：预计2009/2010/2011年公司纺织服装和地产业务EPS0.64/0.71/0.84元，维持纺织服装、地产2009年20倍PE、金融资产1倍PB，目标价14.57元，"买入"评级。

伟星股份：预计公司二季度业绩同比增幅为5%~10%。维持公司2009/2010/2011年EPS 0.94/1.14/1.33元，鉴于公司业绩随行业形势存在逐步回升预期，给予公司2009年18~20X估值，目标价16.92~18.8元，维持"买入"评级。

瑞贝卡：3月以后公司订单出现明显好转，预计工艺发条订单已接至8月，女装假发订单接至9月。维持2009/2010/2011年EPS 0.47/0.61/0.73元，给予2009年20X，DCF估值9.93元，目标价9.40~9.93元，"增持"评级。

七匹狼：公司两次订货会已使2009年收入10%增长有所保障，采购成本降低有利于毛利率提升。我们预计公司2009/2010/2011年EPS 0.63/0.80/1.01元，鉴于公司增长明确，且存超预期可能，维持2009年25倍PE，目标价15.75元，"增持"评级。

美邦服饰：2009年次新店铺成熟对业绩构成支撑，若新开店铺增速按公司计划接近2008年水平，且所得税优惠和补贴收入如期实现，公司业绩存在超预期可能。预计2009/2010/2011年EPS 0.76/1.10/1.44元(除权后)，维持相对估值水平2009年25倍PE，目标价19.00元，"增持"评级。

报喜鸟：受益宝鸟合并与销售的稳定增长，2009年上半年增长预期将达20%~50%。预计2009/2010/2011年EPS 0.61/0.75/0.87元，维持相对估值水平提升至2009年23X，目标价14.15元，"增持"评级。

航民股份："委托加工+面料中间商销售"模式使其在严峻环境中经营风险和财务风险皆处于很低水平。2009/2010/2011年EPS

0.33/0.38/0.44元，给予公司2009年20倍PE，目标价6.60元。公司DCF估值6.86元，合理价位区间6.60~6.86元，给予"增持"评级。

鲁泰A：公司2009年二季度订单呈现缓慢回暖，随着高价棉花5月前逐步消化，毛利率亦存上升的可能，公司业绩将步入复苏阶段。2009/2010/2011年EPS 0.57/0.67/0.78元，维持公司2009年15X估值，DCF估值9.53元，目标价8.48~9.53元，"增持"评级。

分析师简介

李鑫：华东大学材料学博士，从业5年。于2007年4月加入中信证券，任中信证券纺织和服饰行业分析师。2007年、2008年连续两届《证券市场周刊》最佳卖方分析师"水晶球奖"纺织和服饰行业第一名。

李鑫善于从政策面及基本面把握行业拐点，并善于挖掘所属行业相关公司的股价、业绩催化因素，在推荐雅戈尔、伟星股份、美邦服饰、七匹狼等业内白马股的同时，还率先挖掘了杉杉股份、黑牡丹、华孚色纺、金飞达这类具有新能源、资产注入预期等概念的黑马股。

机构点评

纺织服装行业是一个利润微薄的行业，近年来，行业整体毛利率及利润率分别在12%、4%以下徘徊。而且，行业依赖于海外市场，赚取微薄的出口利润，行业景气与全球经济及我国的出口退税政策有很大的关系，特别是后者，1个百分点的变动就意味着对行业利润的极大弹性。

但纺织服装行业能够吸纳大量的劳动力，保障国内的就业率，同时又是我国传统竞争力较强的出口类行业，在我国出口增速整体回落及国内保就业的压力下，纺织业又显得尤为重要。

也因此，把握纺织业的投资机会，就要对政策有着足够的敏感性。李鑫即是非常出色的政策把握高手，在2008年，就预见纺织服装业出口退税将上调等行业利好政策将逐步出台，同时预判产业政策利好可能使行业底部趋于明显。

纺织服装行业虽然利薄，但却并不乏味，而是充满多彩的故事。正因为许多纺织服装上市公司基本面较差或者利润微薄，也多发生资产重组及转向主业之外的其他领域发展的故事，这正是相关上市公司股价的催化剂。

所以，我们看到了2009年以来孚日股份、黑牡丹、杉杉股份等纺织服装股在主题投资概念驱动下的大幅上涨。

在对分析师行业、上市公司基本面深入了解的同时，还要具有更广阔的视野关注主业之外的领域，这点李鑫做得同样出色，上述黑马并未跳出她的目光之外。